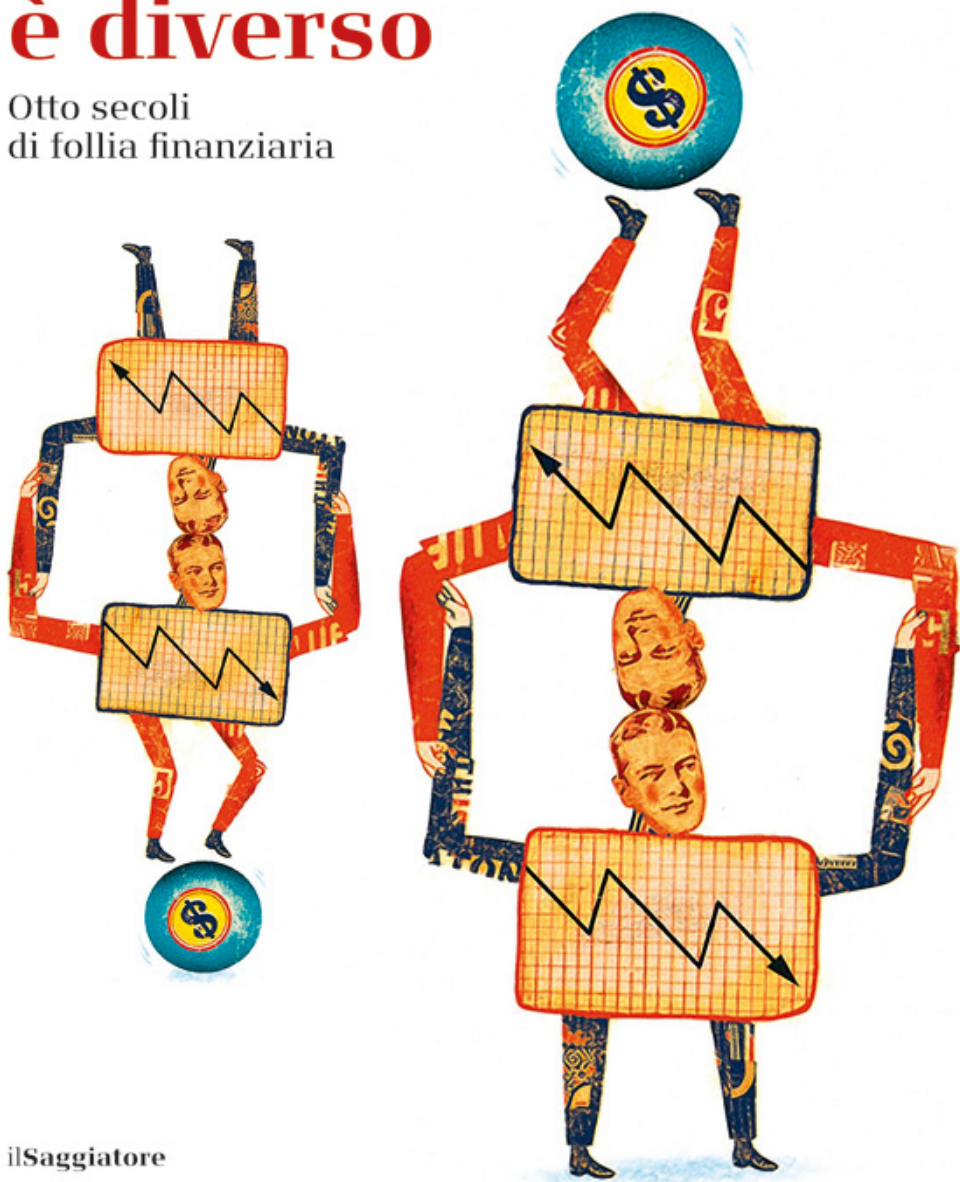


Carmen M. Reinhart  
Kenneth S. Rogoff



# Questa volta è diverso

Otto secoli  
di follia finanziaria



ilSaggiatore

Tutti i diritti sono riservati, nessuna parte di scritto, foto, films, diapositive, ecc. può essere riprodotta né utilizzata in alcuna forma o in alcun modo, né elettronico, né meccanico, incluse fotocopie, registrazioni, rappresentazioni, né da alcun archivio informazioni né sistemi di recupero senza il permesso scritto dell'editore.

La traduzione del libro è stata rivista dai professori Carlo Brambilla (Università degli Studi dell'Insubria) e Giuseppe Conti (Università degli Studi di Pisa).

La riproduzione di tabelle e grafici è a cura di Valentina Longoni.

[www.saggiatore.it](http://www.saggiatore.it)

© 2009 by Princeton University Press

© il Saggiatore S.P.A., Milano 2010

Titolo originale: *This Time Is Different*

Carmen M. Reinhart  
Kenneth S. Rogoff

## Questa volta è diverso

Otto secoli di follia finanziaria

*Traduzione di Lino Berti e Andrea Ferrario*

ilSaggiatore



Questa volta è diverso

*A William Reinhart,  
Juliana Rogoff  
e Gabriel Rogoff*

## Prefazione

In questo libro presentiamo una storia quantitativa delle crisi finanziarie nelle loro diverse forme. Il nostro messaggio di fondo è semplice: le crisi finanziarie non sono una novità. Per quanto l'ultima crisi o frenesia finanziaria possa ogni volta sembrare diversa, si riscontrano quasi sempre considerevoli somiglianze con le esperienze passate di altri paesi e di altri periodi storici. Essere consapevoli di questi precedenti e analogie significa fare un passo essenziale verso il miglioramento del sistema finanziario mondiale, sia per diminuire i rischi di crisi future sia per gestire meglio le catastrofi quando si verificano.

Se nella vasta gamma di crisi che prendiamo in esame in questo volume è possibile individuare un tratto comune, questo è rappresentato dalla considerazione che l'eccessiva accumulazione di debiti – da parte dello stato, delle banche, delle imprese o dei consumatori – comporta spesso rischi sistemici maggiori di quanto possa apparire durante una fase di boom. Può sembrare che, attraverso l'immissione di liquidità, un governo stimoli la crescita dell'economia in misura maggiore di quanto non avvenga nella realtà. Gli eccessi nel ricorso all'indebitamento da parte del settore privato possono inflazionare i prezzi delle case e dei titoli azionari, facendoli salire a livelli molto più alti di quelli sostenibili nel lungo periodo, e fanno sembrare le banche più stabili e redditizie di quanto non siano nella realtà. L'accumulazione di una gran mole di debiti comporta rischi perché rende l'economia vulnerabile alle crisi di fiducia, specialmente quando l'indebitamento è a breve termine e deve essere costantemente rifinanziato. Le fasi di boom alimentate dall'indebitamento determinano troppo spesso false certezze sulla bontà delle politiche di un governo, sulla capacità di un istituto finanziario di fare ingenti profitti o sul tenore di vita di un paese. La maggior parte di questi boom finisce male. Naturalmente gli strumenti di debito sono di fondamentale importanza per tutte le economie, antiche e moderne, ma l'equilibrio tra i rischi e le opportunità dell'indebitamento rappresenta sempre una sfida, una sfida che i governanti, gli investitori e i comuni cittadini devono sempre avere presente.

In questo libro analizziamo varie tipologie di crisi finanziarie. Ne fanno parte i default sul debito sovrano, che si verificano quando uno stato non rispetta le scadenze dei pagamenti per il debito estero o per

quello domestico o per entrambi. Vi sono poi le crisi bancarie, come quelle che il mondo ha ampiamente sperimentato nell'ultima parte del decennio in corso. In una tipica grave crisi bancaria, una considerevole parte del settore bancario di una nazione si viene a trovare in stato di insolvenza a causa di pesanti perdite sugli investimenti, o del verificarsi del panico bancario, oppure ambedue le cose. Un'altra importante tipologia di crisi è rappresentata dalle crisi valutarie, come quelle che hanno colpito l'Asia, l'Europa e l'America Latina nel decennio 1990-2000. Nel caso più tipico di crisi valutaria, il valore della moneta di un paese scende precipitosamente, spesso nonostante il governo si impegni a che ciò non avvenga in alcun caso. Ci occuperemo anche delle crisi caratterizzate da periodi di elevatissima inflazione. Va da sé che inattesi aumenti dell'inflazione equivalgono, di fatto, a un'insolvenza vera e propria, dal momento che l'inflazione consente a tutti i debitori (compreso lo stato) di rimborsare i debiti in una moneta che ha un potere d'acquisto molto inferiore a quello che aveva quando i debiti furono contratti. Nel corso della maggior parte della nostra analisi esamineremo separatamente le varie tipologie di crisi. Ma spesso le crisi si verificano a grappolo. Nel penultimo capitolo ci occuperemo delle situazioni in cui – come nella Grande depressione degli anni trenta del secolo scorso e nell'ultima crisi finanziaria mondiale – le crisi si verificano a grappolo e su scala globale.

Naturalmente, le crisi finanziarie non sono una novità. Hanno da sempre accompagnato lo sviluppo della moneta e dei mercati finanziari. Molte delle crisi del passato sono state determinate dallo svilimento della moneta che avveniva quando il monarca riduceva il contenuto in oro o in argento della moneta del regno per finanziare i deficit di bilancio spesso provocati dalle guerre. I progressi tecnologici hanno eliminato da tempo l'esigenza di tosare le monete per sanare un deficit di bilancio, ma le crisi finanziarie hanno continuato a proliferare nelle varie epoche e ancora oggi affliggono i paesi che ne vengono colpiti.

In questo libro ci occuperemo soprattutto di due forme di crisi che sono oggi particolarmente rilevanti: le crisi del default sul debito sovrano e le crisi bancarie. Le vicende di entrambe abbracciano secoli di storia e interessano tutte le aree geografiche. Le crisi del debito sovrano erano un tempo comuni tra le economie che si definiscono oggi avanzate le quali, a quanto sembra, sono riuscite a superare la fase dei periodici episodi di insolvenza sul debito pubblico. Nei paesi emergenti, tuttavia, i default ricorrenti (o seriali) restano una cronica e grave malattia. Le crisi bancarie, invece, rimangono dovunque un problema ricorrente. Costituiscono una minaccia con «pari opportunità», che colpisce allo stesso modo i paesi ricchi e i paesi

poveri. Il nostro studio delle crisi bancarie ci porterà a compiere un viaggio che va dagli episodi di panico bancario e dai fallimenti bancari in Europa durante le Guerre napoleoniche fino alle recenti crisi finanziarie globali che hanno avuto inizio nel 2007 con la crisi dei mutui *subprime* negli Stati Uniti.

L'analisi empirica che proponiamo in questo volume è molto ampia, sistematica e di tipo quantitativo: abbraccia sessantasei paesi e un arco di tempo di quasi otto secoli. Sulla storia delle crisi finanziarie internazionali sono stati scritti molti importanti libri,<sup>1</sup> il più famoso dei quali è forse quello di Kindleberger, *Manias, Panics and Crashes*, del 1989 [ed.it., *Storia delle crisi finanziarie*, Laterza, Roma 1991].<sup>2</sup> In generale, tuttavia, i precedenti lavori in materia seguono un'impostazione essenzialmente discorsiva, supportata da dati in misura relativamente sporadica.

La nostra analisi, invece, si fonda sui dati tratti da un imponente database che comprende il mondo intero e risale nel tempo fino alla Cina del XII secolo e all'Europa medievale. L'essenza di questo libro è contenuta nelle semplici (per la maggior parte) tabelle e figure in cui vengono presentati i dati piuttosto che nell'esposizione in forma discorsiva di personaggi, politiche e negoziati. Confidiamo che l'approccio quantitativo e visivo della nostra storia delle crisi finanziarie non sia meno convincente dei precedenti approcci discorsivi e speriamo possa aprire nuove prospettive per l'analisi delle politiche e per la ricerca.

Abbiamo cercato soprattutto di cogliere, in un così lungo arco di tempo, eventi «rari» che sono troppo spesso dimenticati, sebbene si rivelino molto più comuni e simili di quanto la gente sembra ritenere. In effetti, analisti, responsabili della politica economica e persino economisti accademici hanno la deplorabile tendenza a guardare alle esperienze recenti attraverso la stretta finestra consentita da insiemi di dati standard, basati tipicamente su una limitata gamma di esperienze per quanto riguarda sia i paesi sia i periodi di tempo cui si riferiscono. Gran parte della letteratura scientifica e relativa alle politiche economiche sull'indebitamento e l'insolvenza trae le proprie conclusioni sulla base di dati raccolti a partire dal 1980, soprattutto perché tali dati sono i più agevolmente accessibili. Questo approccio andrebbe bene se le crisi finanziarie non avessero cicli molto più lunghi, e un insieme di dati che copre venticinque anni non può certamente offrire un'adeguata prospettiva sui rischi di politiche e investimenti alternativi. Un evento che in quel periodo venticinquennale è apparso come raro, può non essere così raro se collocato in un più ampio contesto storico. D'altro canto, un ricercatore ha solo una probabilità su quattro di osservare la catastrofe

del secolo in un insieme di dati che ne copre soltanto venticinque. Anche solo per iniziare a prendere in considerazione eventi di questo tipo è necessario raccogliere dati che abbracciano diversi secoli. Ed è proprio questo, naturalmente, lo scopo che ci siamo proposti.

Inoltre, gli insiemi di dati generalmente disponibili sono molto limitati sotto diversi importanti profili, specialmente perché presentano carenze di informazioni sulle varie tipologie di debito pubblico. Infatti, come vedremo, i dati storici sul debito pubblico domestico sono notevolmente difficili da ottenere per la maggior parte dei paesi, che sono stati spesso poco più trasparenti di quanto non lo siano al giorno d'oggi le banche, con operazioni fuori bilancio e altri trucchi contabili.

Le nostre analisi si fondano su un nuovo, molto ampio database per lo studio a livello internazionale delle crisi del debito, bancarie e inflazionistiche nonché delle crisi valutarie e delle svalutazioni monetarie. I dati provengono dall'Africa, dall'Asia, dall'Europa, dall'America Latina, dal Nord America e dall'Oceania (per un totale, come già detto, di sessantasei paesi, più una selezione di dati per alcuni altri paesi). La gamma delle variabili abbraccia, oltre a molte altre dimensioni, il debito estero e domestico, il commercio, il reddito nazionale, l'inflazione, i tassi di cambio, i tassi d'interesse e i prezzi delle materie prime. I dati vanno indietro nel tempo per più di ottocento anni, risalendo fino alla data dell'indipendenza per la maggioranza dei paesi e al periodo coloniale per diversi altri. Siamo consapevoli, naturalmente, che l'utilizzazione che ne facciamo qui può solo scalfire la superficie di ciò che un insieme di dati di tale portata e vastità può potenzialmente disvelare.

Fortunatamente, non è necessario soffermarsi sul dettaglio dei dati per comprendere il principale messaggio che vogliamo dare: è già successo. Gli strumenti finanziari dei guadagni e delle perdite sono cambiati nel corso dei secoli, così come sono cambiate le istituzioni, che si sono enormemente sviluppate solo per fallire su più vasta scala. Ma le crisi finanziarie seguono un ciclo di boom e di crolli nel corso del tempo. I paesi, le istituzioni e gli strumenti finanziari possono cambiare nel tempo, ma la natura umana non cambia. Come illustreremo negli ultimi capitoli, la crisi finanziaria dell'ultima parte del decennio in corso che ha avuto origine negli Stati Uniti e si è diffusa in tutto il mondo – crisi che chiamiamo Seconda grande contrazione – è solo l'ultima manifestazione dell'andamento ciclico che abbiamo descritto.

Ci soffermeremo su quest'ultima crisi nei quattro capitoli finali, prima delle conclusioni in cui ricapiteremo ciò che abbiamo imparato; il lettore dovrebbe trovare relativamente semplice e



autosufficiente il materiale contenuto dal capitolo 13 al capitolo 16. (Anzi, incoraggiamo i lettori interessati soprattutto agli insegnamenti che possiamo trarre dalla storia in merito a quest'ultima crisi a saltare direttamente, in una prima lettura, ai predetti capitoli.) Come vedremo, nel periodo che ha preceduto la crisi dei *subprime* i più comuni indicatori relativi agli Stati Uniti, come l'inflazione dei prezzi degli *assets*, l'aumento della leva finanziaria, l'elevato e persistente deficit delle partite correnti e il tendenziale rallentamento della crescita dell'economia, mostravano praticamente tutti i segni di un paese sull'orlo di una crisi finanziaria: anzi, di una grave crisi finanziaria. Se ne ricava una deprimente visione del percorso che sfocia nella crisi; mostreremo che anche il percorso di uscita da una crisi può essere pieno di insidie. Il periodo che segue una crisi bancaria sistemica è caratterizzato da una prolungata e accentuata contrazione dell'attività economica e sottopone a rilevanti tensioni le risorse dello stato.

Nella prima parte del volume diamo precise definizioni dei concetti utilizzati per l'analisi delle crisi e illustriamo i dati assunti a base del nostro studio. Per la costruzione del nostro database abbiamo attinto a piene mani ai lavori di altri studiosi. Il nostro database include, peraltro, una rilevante quantità di nuovo materiale tratto da diverse fonti primarie e secondarie. Oltre a fornire una sistematica datazione delle crisi del debito estero e delle crisi valutarie, nelle appendici sono catalogate anche le date relative alle crisi inflazionistiche domestiche e alle crisi bancarie. La datazione dei default sul debito sovrano interno (per lo più denominato in moneta locale) rappresenta una delle caratteristiche di maggiore novità che completa il nostro studio delle crisi finanziarie.

Raccogliamo i frutti di questo lavoro di approfondimento nella successiva parte del volume, in cui applichiamo i predetti concetti al nostro ampio database mondiale. Nella seconda parte ci occupiamo del debito pubblico, registrando centinaia di episodi di insolvenza di nazioni sovrane sui debiti nei confronti di creditori esteri. Queste «crisi del debito» vanno da quella, intorno alla metà del XIV secolo, sui prestiti dei finanzieri fiorentini a Edoardo III d'Inghilterra, a quella sui prestiti dei mercanti-banchieri tedeschi alla monarchia spagnola degli Asburgo, fino a quella sugli ingenti prestiti effettuati (prevalentemente) dai banchieri newyorchesi all'America Latina negli anni settanta del secolo scorso. Anche se abbiamo riscontrato che nell'epoca moderna le crisi del debito estero sovrano sono state molto più concentrate nelle economie di mercato emergenti rispetto alle crisi bancarie, abbiamo peraltro sottolineato che anche i default sul debito estero sovrano hanno rappresentato un rito di passaggio quasi

universale per ogni paese nel corso della sua maturazione da economia di mercato emergente a economia sviluppata avanzata. Tale processo di sviluppo economico, finanziario, sociale e politico può richiedere secoli.

Infatti, nel primo periodo di esistenza come stato-nazione, la Francia è andata in default sul debito estero non meno di otto volte (come evidenziato nel capitolo 6)! La Spagna è andata in default solo sei volte prima del 1800, ma con sette default nel XIX secolo ha superato la Francia, con un totale di tredici episodi. Pertanto, quando le odierne potenze europee hanno attraversato la fase di sviluppo tipica di un mercato emergente, hanno sperimentato ricorrenti problemi di insolvenza sul debito estero, proprio come avviene oggi per molti mercati emergenti.

Dal 1800 fino a ben oltre la Seconda guerra mondiale, la Grecia si è trovata virtualmente in uno stato di continua insolvenza, e il ruolino di marcia dell'Austria è per certi versi ancora più sorprendente. Sebbene prima del 1800 lo sviluppo dei mercati internazionali dei capitali fosse molto limitato, abbiamo registrato i numerosi default di Francia, Portogallo, Prussia, Spagna e delle città-stato italiane. Ai margini dell'Europa, Egitto, Russia e Turchia hanno anch'essi storie di insolvenza cronica.

Un'interessante questione che poniamo nel volume è perché un numero relativamente piccolo di paesi, come Australia e Nuova Zelanda, Canada, Danimarca, Thailandia e Stati Uniti, sia riuscito a evitare il default sul debito pubblico nazionale nei confronti di creditori esteri, mentre un numero molto più grande di paesi è stato caratterizzato da default ricorrenti sul debito estero.

Le crisi finanziarie in Asia e Africa sono state studiate molto meno di quelle dell'Europa e dell'America Latina. La diffusa opinione che i moderni default sul debito sovrano siano un fenomeno limitato all'America Latina e a pochi paesi europei più poveri è in realtà fortemente influenzata dalla scarsità delle ricerche su altre aree geografiche. Come vedremo, la Cina precomunista è andata ripetutamente in default sui debiti internazionali, e l'India e l'Indonesia moderne sono andate entrambe in default nel decennio 1960-70, con molto anticipo rispetto alla prima serie postbellica di default in America Latina. L'Africa postcoloniale ha una storia di default che, a quanto sembra, è destinata a superare i precedenti record delle altre grandi aree geografiche con economie di mercato emergenti. Nel complesso, abbiamo rilevato che una sistematica analisi quantitativa dei default verificatisi in Asia e Africa smentisce l'opinione che la maggior parte dei paesi appartenenti a queste aree abbia evitato i pericoli di un default sul debito sovrano.

La quasi universalità dei default diviene ancora più chiara nella seconda parte del libro, in cui iniziamo a utilizzare il database per illustrare a grandi tratti, con tabelle e figure, la storia dei default e delle crisi finanziarie. Un punto che certamente emerge con evidenza dall'analisi è che il recente periodo di calma (2003-08) in cui gli stati hanno generalmente onorato i loro debiti è ben lungi dal costituire la regola.

In particolare, la storia del debito pubblico domestico (cioè del debito pubblico emesso all'interno dello stato) nei mercati emergenti è stata largamente ignorata dagli studiosi e dai responsabili della politica economica contemporanei (persino da istituzioni che pubblicano dati ufficiali come il Fondo monetario internazionale), che hanno dato l'impressione di guardare al suo emergere all'inizio del XXI secolo come se si trattasse di un nuovo sorprendente fenomeno. Peraltro, come evidenzieremo nella terza parte, il debito pubblico domestico nelle economie di mercato emergenti è stato in molti periodi estremamente importante e, in realtà, può contribuire a rispondere a un gran numero di interrogativi in merito alle cause di episodi di elevata inflazione e di default. A nostro avviso, le difficoltà che si incontrano per reperire dati sul debito pubblico non sono che un aspetto del generale basso livello di trasparenza con cui la maggior parte degli stati tiene i propri libri contabili. Si pensi alle garanzie implicite date agli istituti che hanno erogato mutui ipotecari per importi elevatissimi e che hanno finito per far aumentare di migliaia di miliardi di dollari le dimensioni effettive del debito nazionale degli Stati Uniti nel 2008, alle migliaia di miliardi di dollari in transazioni fuori bilancio effettuate dalla Federal Reserve e alle garanzie implicite nelle attività in sofferenza portate fuori dai bilanci delle banche, per non citare gli impegni finanziari privi di copertura per le pensioni e l'assistenza medica. La mancanza di trasparenza sul debito pubblico è endemica, ma la difficoltà di trovare dati storici di base sui debiti dell'amministrazione centrale degli stati è quasi comica.

La terza parte contiene anche un primo tentativo di catalogare gli episodi di default conclamato e di ristrutturazione del debito pubblico domestico verificatisi nell'arco di oltre un secolo. (Dato che tanta parte della storia del debito domestico è stata ignorata dagli studiosi, lo è stata ovviamente anche la storia dei default su questa tipologia di debiti.) Questo fenomeno appare un po' meno frequente del default estero, ma è troppo comune per giustificare l'assunto estremo, dominante nella letteratura economica, che gli stati onorino sempre il valore nominale facciale del debito domestico. A quanto si è potuto riscontrare, quando si verifica un default conclamato del debito domestico, le situazioni in cui si viene a determinare sono molto più

difficili di quelle che portano al solo default sul debito estero, in termini sia di implosione della produzione sia di accelerazione dell'inflazione.

Nella quarta parte ampliamo la trattazione alle crisi che coinvolgono le banche, le valute e l'inflazione. Fino a poco tempo fa, lo studio delle crisi bancarie si incentrava tipicamente sulle passate esperienze storiche nei paesi avanzati, soprattutto sugli episodi di panico bancario che hanno preceduto la Seconda guerra mondiale, oppure sulle recenti esperienze nei mercati emergenti. Questa dicotomia trae origine, probabilmente, dalla convinzione che, per le economie avanzate, crisi destabilizzanti, sistemiche e che investono più paesi siano un ricordo del passato. Naturalmente, la recente crisi finanziaria mondiale che ha avuto origine negli Stati Uniti e in Europa ha demolito questa erronea opinione, anche se a prezzo di costi sociali molto alti.

Il fatto è che le crisi bancarie hanno afflitto per molto tempo tanto i paesi ricchi quanto quelli poveri. Abbiamo raggiunto questa conclusione dopo aver studiato le crisi bancarie che vanno dal panico finanziario che ha colpito la Danimarca durante le Guerre napoleoniche alla recente prima crisi finanziaria globale del XXI secolo. L'incidenza delle crisi bancarie si dimostra notevolmente simile nei paesi ad alto reddito e in quelli a reddito medio-basso. Le crisi bancarie portano quasi invariabilmente a brusche flessioni delle entrate fiscali nonché a considerevoli aumenti della spesa pubblica (una quota della quale è presumibilmente costituita da sprechi). Nei tre anni che seguono una crisi bancaria il debito pubblico cresce in media dell'86 per cento. Queste indirette conseguenze fiscali sono pertanto maggiori di un ordine di grandezza rispetto ai costi generalmente sostenuti per i salvataggi bancari.

Gli episodi di inflazione insidiosamente alta rappresentano un altro tema ricorrente. Nel corso della storia nessun paese emergente è riuscito a sottrarsi a periodi di elevata inflazione. Vi è, anzi, un marcato parallelismo tra quanto già da noi rilevato, e cioè che pochi paesi hanno evitato il default ricorrente sul debito estero, e la constatazione che, parimenti, pochi paesi sono sfuggiti a periodi seriali di alta inflazione. Anche gli Stati Uniti hanno avuto vicende altalenanti, come nel 1779, quando il tasso di inflazione sfiorò il 200 per cento. Come già osservato, un tempo il più comune sistema adottato nel mondo per venir meno agli impegni sul debito pubblico era rappresentato dalla tosatura delle monete. Le moderne macchine per la stampa della carta moneta non sono che un modo più efficiente e tecnologicamente avanzato per ottenere il medesimo risultato. Conseguentemente, in tutte le serie storiche emerge chiaramente un fattore di distorsione

rappresentato dall'inflazione. A partire dal xx secolo, l'inflazione si è radicalmente innalzata e da allora le crisi inflazionistiche hanno raggiunto livelli stabilmente più elevati. Non deve sorprendere, quindi, che il periodo più recente abbia visto anche una più elevata incidenza delle crisi valutarie e più ampie variazioni mediane nei valori delle monete. Destano forse maggiore sorpresa, e sono stati individuati solo grazie al più ampio contesto storico che è stato oggetto di studio, i primi episodi di accentuata instabilità dei cambi, specialmente durante le guerre napoleoniche.

Così come le crisi finanziarie hanno antecedenti macroeconomici comuni nei prezzi degli *assets*, nell'attività economica, negli indicatori esteri, e così via, allo stesso modo compaiono caratteristiche comuni nelle sequenze (cioè nell'ordine temporale) in cui le crisi si sviluppano, argomento questo con cui si conclude la quarta parte.

Il capitolo conclusivo propone alcune riflessioni su crisi, politiche e indicazioni per ulteriori approfondimenti e ricerche. Ciò che emerge con grande chiarezza è che, tutte le volte, i paesi, le banche, gli individui e le imprese si indebitano eccessivamente nei tempi buoni senza avere sufficiente consapevolezza dei rischi che ne conseguiranno quando arriverà l'inevitabile recessione. Spesso, molti attori del sistema finanziario globale accumulano una montagna di debiti troppo grande per poter ragionevolmente sperare di uscirne, come accaduto notoriamente agli Stati Uniti e al suo sistema finanziario nell'ultima parte del decennio 2000-10. Il debito pubblico e il debito garantito dallo stato (che, per effetto dell'assicurazione dei depositi bancari, spesso include implicitamente anche il debito bancario) sono certamente i più problematici, perché possono accumularsi in grandi quantità e per lunghi periodi senza essere tenuti sotto controllo dai mercati, specialmente quando questi ne siano impediti dalle normative. Anche se l'indebitamento privato svolge certamente un ruolo chiave in molte crisi, è molto più spesso il debito pubblico a rappresentare il problema «unificante» nell'ampia gamma di crisi finanziarie che abbiamo analizzato. Come detto in precedenza, il fatto che i dati di base sul debito domestico siano così poco trasparenti e difficili da ottenere dimostra che i governi faranno di tutto per nascondere i libri contabili quando le cose andranno male, proprio come hanno fatto gli istituti finanziari nella crisi attuale. Le organizzazioni internazionali che operano nel campo delle politiche economiche, come il Fondo monetario internazionale, potrebbero svolgere un ruolo importante nel fornire rapporti sul debito pubblico più trasparenti di quelli oggi disponibili.

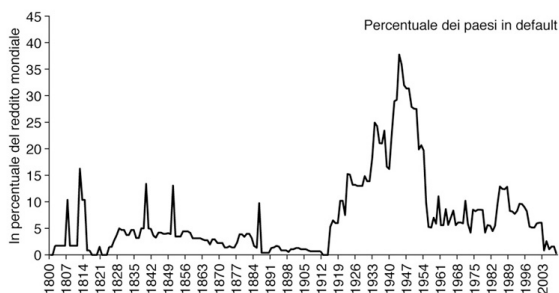


Figura P.1. Debito estero sovrano, 1800-2008: percentuale dei paesi in default o che hanno ristrutturato il debito estero, ponderata in base alle rispettive quote del reddito mondiale.

L'approfondimento dei dettagli delle crisi che si sono verificate negli ultimi otto secoli e l'analisi dei relativi dati ci ha portato a concludere che il consiglio più comune e più costoso in tema di investimenti che sia mai stato dato nel corso di un boom e alla vigilia di una crisi finanziaria nasce dalla convinzione che «questa volta è diverso». Quel consiglio, e cioè che le vecchie regole di valutazione non valgono più, è generalmente seguito con entusiasmo. I professionisti della finanza, e troppo spesso anche i leader responsabili della politica economica, spiegano che questa volta stiamo facendo le cose meglio che in passato, che siamo più intelligenti, che abbiamo imparato dagli errori passati. Ogni volta la società si convince che il boom attuale, a differenza dei molti boom che in passato hanno preceduto crolli catastrofici, poggia su solide fondamenta, riforme strutturali, innovazioni tecnologiche e buone politiche.

In considerazione della gran mole di dati su cui si fonda questo libro, non è semplicemente possibile descrivere nei loro rispettivi contesti tutte le centinaia di episodi inclusi nell'arco temporale dello studio. Tuttavia, le tabelle e le figure parlano da sole, evidenziando con grande chiarezza la peculiare caratteristica di ripetitività del problema. Si consideri, per esempio, la figura P.1, che mostra la percentuale di paesi, a livello mondiale, ponderati in base al Pil, che sono stati in un qualunque periodo in default sul debito estero.

Il breve periodo del decennio in corso, rappresentato all'estremità destra del grafico, appare relativamente tranquillo. Ma hanno avuto ragione tutti quei responsabili della politica economica che prima del 2005 hanno dichiarato che il problema del default sul debito estero sovrano era ormai quasi superato? Purtroppo, la risposta sarà sufficientemente chiara prima che si asciughi l'inchiostro di queste pagine. Speriamo che il peso dell'evidenza contenuta in questo libro consigli ai futuri responsabili della politica economica e ai futuri investitori di pensarci un po' prima di dire ancora una volta «Questa

volta è diverso». Non lo è quasi mai.

## Introduzione.

### Alcune intuizioni iniziali sulla fragilità finanziaria e sulla natura incostante della fiducia

Questo libro riepiloga la lunga storia delle crisi finanziarie nelle loro varie forme e in molti paesi. Prima di affrontare le difficoltà connesse all'analisi dei dati, in questo capitolo cercheremo di delineare un quadro economico concettuale per aiutare il lettore a comprendere perché le crisi finanziarie tendano a essere imprevedibili e così dannose. In seguito, nel corso dell'esposizione, ci si presenteranno altre opportunità per richiamare l'attenzione dei lettori interessati su alcuni temi trattati dalla letteratura accademica, quando ciò appaia assolutamente indispensabile per la nostra storia. Per non allarmare il lettore, diciamo subito che si tratterà soltanto di brevi digressioni, e quanti non siano interessati alla teoria economica come strumento di ricerca possono saltare queste parti non essenziali.

Come vedremo, la teoria economica propone ragioni plausibili per cui i mercati finanziari, specialmente quelli che si avvalgono della leva finanziaria (cioè che hanno un esiguo capitale in rapporto all'ammontare delle attività a rischio) possono essere alquanto fragili e soggetti a crisi di fiducia.<sup>1</sup> Sfortunatamente, la teoria fornisce poche indicazioni sul *timing* esatto o sulla durata delle crisi ed è per questo motivo che incentriamo il nostro studio sull'evidenza storica.

Il fattore chiave – più importante di qualsiasi altro – che dà origine alla sindrome del «questa volta è diverso» è probabilmente il mancato riconoscimento della precarietà e della natura incostante della fiducia, specialmente nei casi in cui debbano essere continuamente rinnovati debiti a breve termine per importi considerevoli. Sembra che stati, banche o imprese molto indebitati possano andare avanti tranquillamente per un lungo periodo: poi, a un certo punto, improvvisamente, la fiducia crolla, i finanziatori svaniscono e sopravviene la crisi.

L'esempio più semplice e conosciuto è rappresentato dagli episodi di panico bancario (che considereremo in modo più particolareggiato nel capitolo sulle crisi bancarie). Parliamo delle banche per due ragioni. La prima, perché è a partire dalle banche che si è sviluppato il percorso seguito dalla letteratura accademica. La seconda, perché buona parte del nostro insieme di dati storici si riferisce all'indebitamento delle banche e degli stati. (Altri operatori, grandi e liquidi, che partecipano



ai mercati creditizi sono nuovi entranti, in termini relativi, nel mondo della finanza.) Tuttavia, i nostri esempi illustrano molto bene un più ampio fenomeno di fragilità finanziaria: i medesimi principi generali si applicano, in larga misura, anche a questi attori del mercato, sia che si tratti di imprese sponsorizzate dallo stato o di banche d'affari sia di fondi comuni di investimento in titoli del mercato monetario.

Le banche contraggono di regola prestiti a breve termine. In altre parole, si indebitano sotto forma di depositi che possono essere ritirati con preavvisi relativamente brevi. I prestiti che erogano hanno però, per la maggior parte, una scadenza molto più lunga e possono essere difficilmente convertiti in denaro contante con breve preavviso. Per esempio, una banca che finanzia lo sviluppo di un negozio locale di ferramenta può ragionevolmente confidare di essere rimborsata nel lungo termine, man mano che il negozio espande la sua attività e i suoi introiti. Ma nelle prime fasi di sviluppo dell'attività del negozio la banca potrebbe avere difficoltà a rientrare del finanziamento, per il semplice motivo che il proprietario del negozio non ha sufficienti introiti, specialmente se costretto, oltre che a pagare gli interessi, a rimborsare quote di capitale.

Una banca con una sana base di depositi e un considerevole portafoglio di prestiti illiquidi può certamente avere prospettive brillanti nel lungo termine. Tuttavia, se per qualche ragione tutti i depositanti tentano di ritirare i loro fondi immediatamente – per esempio, a causa del panico suscitato da false voci che la banca ha subito perdite scommettendo su mutui ipotecari «esotici» – la banca si troverà in grande difficoltà. Se non trova il modo di vendere il suo portafoglio di prestiti illiquidi, si potrebbe venire a trovare nell'impossibilità di rimborsare gli allarmati depositanti. È la sorte toccata alle banche nei classici film *La vita è meravigliosa* e *Mary Poppins*. Quei film erano radicati nella realtà: molte banche hanno condiviso quel destino, soprattutto quando lo stato non ha pienamente garantito i depositi bancari.

Il più famoso recente esempio di panico bancario è la corsa al ritiro dei depositi alla Northern Rock, nel Regno Unito. Nel settembre 2007 i depositanti, in preda al panico e insoddisfatti della copertura assicurativa parziale garantita dallo stato britannico, formarono lunghe code davanti agli sportelli. Il diffondersi del panico costrinse alla fine il governo britannico ad acquisire la banca e a garantirne più ampiamente le passività.

Non solo le banche, ma anche altri prenditori di credito possono essere colpiti da una crisi di fiducia. Durante la crisi finanziaria iniziata negli Stati Uniti nel 2007, veri e propri giganti finanziari appartenenti al «sistema bancario ombra», al di fuori delle banche regolamentate,

hanno avuto problemi simili. Sebbene fossero indebitati principalmente con le banche e altri istituti finanziari, erano ugualmente vulnerabili. Quando crollò la fiducia sugli investimenti che avevano effettuato, i finanziatori si rifiutarono in misura crescente di rinnovare i prestiti a breve termine, e furono costretti a mettere le loro attività sul mercato a prezzi stracciati. Le vendite di liquidazione fecero scendere ancora di più i prezzi, causando ulteriori perdite e un calo a spirale della fiducia. Alla fine, il governo americano dovette intervenire per sostenere il mercato; il dramma è ancora in corso di svolgimento e il costo finale della crisi continua ad aumentare.

Gli stati possono essere soggetti alle stesse dinamiche di aspettative volatili che possono destabilizzare le banche. Ciò si verifica soprattutto quando lo stato si indebita con prestatori esteri sui quali ha un'influenza relativamente modesta. La maggior parte degli investimenti pubblici coinvolge in modo diretto o indiretto il potenziale di crescita a lungo termine di un paese e la sua base impositiva, ma queste sono attività estremamente illiquide. Si supponga, per esempio, che un paese abbia un onere del debito pubblico che appare gestibile alla luce delle sue entrate fiscali correnti, delle proiezioni di crescita e dei tassi d'interesse di mercato. Se il mercato teme che un candidato populista possa vincere le prossime elezioni e aumentare la spesa così tanto da rendere il debito difficilmente gestibile, gli investitori potrebbero improvvisamente rifiutarsi di rinnovare i debiti a breve termine a tassi gestibili per il paese in questione. È l'inizio di una crisi del credito.

Anche se gli scenari descritti non sono eventi ordinari, nel lungo corso della storia e per il considerevole numero di paesi di cui ci occupiamo in questo libro, queste crisi finanziarie si sono verificate anche troppo frequentemente. Perché i grandi paesi, o anche il mondo nel suo insieme, non possono trovare un modo per porre fine alle crisi di fiducia, almeno a quelle che sono ancora nelle fasi iniziali? È possibile, ma c'è una difficoltà. Si ipotizzi che un ente pubblico mondiale fornisca un'ampia assicurazione sui depositi per proteggere da episodi di panico qualsiasi debitore meritevole. Supponiamo che vi sia una versione potenziata del Fondo monetario internazionale (Fmi), che è oggi il principale prestatore multilaterale e che ha la finalità di aiutare i mercati emergenti quando entrano in crisi di liquidità. Il problema è che se qualcuno presta garanzie assicurative a tutti e in tutto il mondo, senza alcuna condizione, alcuni attori si comporteranno male. Se il Fmi concedesse troppo credito a condizioni poco rigorose, lo stesso Fmi andrebbe in bancarotta in breve volgere di tempo e le crisi finanziarie dilagherebbero. Un'integrale copertura assicurativa contro le crisi non è né fattibile né desiderabile. (È proprio

questo il dilemma che dovrà affrontare la comunità finanziaria mondiale dopo la fine della recentissima crisi finanziaria, in una situazione in cui le risorse del Fmi disponibili per operazioni di credito sono state aumentate di quattro volte in risposta alla crisi mentre, nello stesso tempo, sono state considerevolmente allentate le condizioni per la concessione dei prestiti.)

Che cosa dice la teoria economica in merito alla vulnerabilità dei paesi alle crisi finanziarie? Per concretezza, concentriamo l'attenzione per ora sugli stati, che rappresentano la principale fonte delle crisi esaminate in questo libro. La teoria economica afferma che se uno stato è sufficientemente frugale non è così tanto vulnerabile alle crisi di fiducia. Uno stato non deve preoccuparsi troppo delle crisi del debito se consegue costantemente avanzi di bilancio (che si verificano quando le entrate fiscali superano le spese), mantiene il debito a livelli relativamente bassi, si indebita prevalentemente a lungo termine (per esempio, dieci anni o più) e non è troppo esposto per garanzie occulte fuori bilancio.

Se, al contrario, uno stato fa registrare deficit elevati anno dopo anno e si indebita prevalentemente a breve termine (per esempio, con scadenze a un anno o più brevi) diventa vulnerabile, probabilmente anche a livelli di indebitamento che potrebbero sembrare del tutto gestibili. Naturalmente, uno stato malintenzionato potrebbe cercare di diminuire la sua vulnerabilità tentando di emettere titoli a lungo termine per importi molto elevati. Ma è molto probabile che i mercati ben presto se ne accorgano e impongano interessi elevatissimi anche sull'indebitamento a lungo termine. Anzi, una delle principali ragioni per cui alcuni stati decidono di indebitarsi a breve termine anziché per scadenze più lunghe è proprio perché in tal modo possono beneficiare di tassi di interesse più bassi finché perdura la fiducia.

La teoria economica insegna che è proprio l'intrinseca natura incostante della fiducia, anche perché dipendente dalle aspettative del pubblico in ordine a eventi futuri, che rende così difficile prevedere le tempistiche delle crisi del debito. Alti livelli di indebitamento conducono, in molti modelli econometrici, a «equilibri multipli» in cui il livello del debito può essere sostenibile oppure no.<sup>2</sup> Gli economisti non hanno un'idea molto chiara in merito a quali tipi di eventi influiscano sulla fiducia e su come valutarne concretamente la vulnerabilità. Dalla storia delle crisi finanziarie emerge però con chiarezza, innumerevoli volte, che quando vi sono le condizioni affinché si verifichi un incidente, alla fine inevitabilmente accade. I paesi che accumulano un eccessivo indebitamento sono destinati ad avere problemi. Quando l'esplosione dei prezzi delle attività, alimentata dal debito, sembra troppo bella per essere vera,

probabilmente lo è. Ma è difficilissimo prevederne esattamente i tempi, e una crisi che sembra imminente può talvolta richiedere anni prima di esplodere, come nel caso degli Stati Uniti nell'ultima parte del decennio 2000-10. Come vedremo nel capitolo 13, nel periodo che ha preceduto la crisi tutte le luci rosse lampeggiavano. Ma fino al momento dell'«incidente», negli Stati Uniti molti leader del mondo della finanza – e per la verità anche molti accademici – continuavano a sostenere che «questa volta è diverso».

Ci preme osservare che il nostro monito sull'eccessivo ricorso all'indebitamento e alla leva finanziaria da parte degli stati differisce dagli ammonimenti contenuti nei tradizionali scritti di economia politica di Buchanan e altri.<sup>3</sup> La letteratura tradizionale sulla finanza pubblica denuncia l'imprevidenza dei governi nella gestione dei deficit di bilancio nonché il fatto che non tengano mai conto dell'onere che i cittadini saranno costretti a sopportare nel lungo periodo per il servizio del debito. Infatti, un eccessivo peso del debito genera spesso problemi nel breve termine, perché gli investitori potrebbero dubitare della reale intenzione del paese di finanziare il debito nel lungo termine. La vulnerabilità del debito può essere un problema altrettanto rilevante, se non maggiore, dell'onere che esso pone a lungo termine a carico dei contribuenti.

Problemi di vulnerabilità analoghi sorgono anche in altri contesti di crisi di cui ci occupiamo nel volume. Una delle lezioni degli anni ottanta e novanta del secolo scorso è che i paesi che mantengono un regime di cambi fissi o rigidamente amministrati sono vulnerabili a improvvise crisi di fiducia. Gli attacchi speculativi ai tassi di cambio fissi possono far crollare da un giorno all'altro regimi di cambi apparentemente stabili e di lunga durata. Nel periodo in cui il sistema tiene, i commenti del tipo «questa volta è diverso» sono all'ordine del giorno. Ma poi, come nel caso dell'Argentina nel dicembre 2001, la fiducia può dissolversi in una nuvola di fumo. Vi è, tuttavia, un fondamentale collegamento con l'indebitamento. Come ha dimostrato Krugman in un notissimo scritto, le crisi valutarie affondano spesso le radici nella riluttanza dei governi a adottare politiche fiscali e monetarie coerenti con il mantenimento di tassi di cambio fissi.<sup>4</sup> Se gli speculatori si rendono conto che lo stato finirà per esaurire le risorse necessarie per il sostegno del cambio, cercheranno di scegliere il momento giusto per uscire dalla valuta prima del suo crollo finale. Il debito pubblico non è solo quello esplicitamente dichiarato; le garanzie statali a fronte di rischi potenziali sono state il punto nodale di molte crisi.

Certamente, oltre a ridurre l'indebitamento e la leva finanziaria, ci sono altri modi per rendere un'economia meno vulnerabile alle crisi di

fiducia. La teoria economica suggerisce che una maggiore trasparenza è utile. Come i lettori potranno vedere più oltre, gli stati tendono a non essere affatto trasparenti in tema di indebitamento. E come dimostra la crisi finanziaria dell'ultima parte del decennio in corso, i prestatori di credito privati non si comportano in genere molto meglio, a meno che le disposizioni in materia non li costringano a essere più trasparenti. Un paese dotato di istituzioni legittime e di controllo più efficaci può certamente indebitarsi di più. Molti studiosi ritengono, per esempio, che il fatto che la Gran Bretagna abbia saputo sviluppare eccellenti istituzioni per rendere credibile il rimborso dei debiti sia stato un fattore di cruciale importanza per il suo sviluppo e i suoi successi militari nel XVIII e XIX secolo.<sup>5</sup> Ma anche buone istituzioni e un sofisticato sistema finanziario possono incorrere in problemi se sottoposti a forti tensioni, come hanno imparato a loro spese gli Stati Uniti nella recentissima crisi.

Infine, vi è la questione del perché le crisi finanziarie tendano a essere così dannose, tema che affronteremo soprattutto nell'introduzione al capitolo 10 sulle crisi bancarie. In breve, la maggior parte delle economie, anche quelle relativamente più povere, dipendono dal settore finanziario per convogliare il denaro dai risparmiatori (tipicamente consumatori) ai progetti di investimento nell'ambito del sistema economico. Se una crisi paralizza il sistema bancario, è molto difficile per un'economia riprendere la normale attività economica. È ben noto, in proposito, che proprio nel collasso delle banche Ben Bernanke ha individuato una delle principali ragioni per cui la Grande depressione degli anni trenta è durata così a lungo ed è stata così devastante. Quindi, le crisi finanziarie, specialmente quelle di rilevanti dimensioni e di difficile soluzione, possono produrre effetti profondi. Anche su questo argomento, come nel caso degli equilibri multipli e della fragilità finanziaria, vi sono molti studi di teoria economica.<sup>6</sup> Questo forte collegamento tra i mercati finanziari e l'economia reale, specialmente quando i mercati finanziari smettono di funzionare, è il motivo che ha fatto diventare molte delle crisi di cui ci occupiamo in questo libro spettacolari eventi storici. Si consideri, al confronto, lo scoppio della bolla delle azioni tecnologiche nel 2001. Sebbene le azioni tecnologiche fossero salite alle stelle per poi crollare, l'effetto sull'economia reale fu solo la recessione relativamente lieve del 2001. Le bolle sono molto più pericolose quando sono alimentate dall'indebitamento, come nel caso dell'aumento esplosivo dei prezzi delle case a livello mondiale nella prima parte del decennio 2000-10.

La Seconda grande contrazione – come denominiamo la crisi finanziaria dell'ultima parte del decennio in corso, che si è diffusa in quasi tutto il mondo – avrà certamente profondi effetti sulla teoria

economica, specialmente sullo studio dei collegamenti tra i mercati finanziari e l'economia reale.<sup>7</sup> Ci auguriamo che alcuni dei fatti esposti in questo libro possano contribuire a una migliore formulazione dei problemi che devono essere spiegati da nuove teorie, non solo con riferimento alla recente crisi ma anche alle innumerevoli crisi che si sono verificate in passato, per non parlare delle tante che devono ancora accadere.

## PRIMA PARTE

### Crisi finanziarie: una guida semplice

L'essenza della sindrome del «questa volta è diverso» è semplice. È radicata nella pervicace convinzione che le crisi finanziarie siano cose che accadono ad altri, in altre nazioni e in altri tempi; le crisi non colpiscono noi, qui e ora. Noi siamo più bravi, più intelligenti e abbiamo imparato dagli errori passati. Le vecchie regole di valutazione non si applicano più. Sfortunatamente, un'economia con un rapporto di indebitamento molto alto può rimanere, senza esserne consapevole, sull'orlo di un baratro finanziario per molti anni prima che il caso e le circostanze provochino una crisi di fiducia che ve la faccia precipitare.

## 1. Varie crisi in tempi diversi

Dato che questo libro si fonda su un'analisi quantitativa e storica delle crisi, è importante iniziare con il definire esattamente gli elementi costitutivi di una crisi finanziaria, nonché i metodi – quantitativi, quando possibile – con cui ne datiamo l'inizio e la fine. In questo e nei due capitoli successivi esponiamo i concetti fondamentali, le definizioni, la metodologia e l'approccio adottato per la raccolta e l'analisi dei dati che supportano il nostro studio della storia delle crisi a livello internazionale, avuti riguardo a quasi tutti i tipi di crisi economica: default sul debito sovrano, crisi bancaria, inflazionistica o valutaria.

Addentrarsi in definizioni precise di ciò che si intende per crisi in un capitolo iniziale, anziché includerle in un glossario, può apparire alquanto noioso. Ma affinché il lettore possa interpretare correttamente la considerevole mole di dati storici contenuti nelle figure e nelle tabelle che appaiono nel seguito del volume, è essenziale comprendere come distinguiamo un episodio di crisi da una situazione che non lo è. Le linee di confine da noi tracciate sono generalmente coerenti con gli studi economici empirici esistenti, i quali sono prevalentemente segmentati nelle tipologie di crisi da noi considerate (per esempio: del debito sovrano, valutarie). Cerchiamo di mettere in evidenza tutti i casi in cui i risultati siano considerevolmente sensibili a piccoli cambiamenti nelle nostre linee di confine o in cui siamo particolarmente preoccupati a causa di chiare inadeguatezze dei dati. Questo capitolo dedicato alle definizioni ci offre, inoltre, una buona opportunità per soffermarci un po' più diffusamente sulle varie tipologie di crisi che prendiamo in considerazione nel volume.

Invitiamo il lettore a notare che gli indicatori di crisi discussi nel presente capitolo riguardano la misurazione delle crisi all'interno di singoli paesi. Più oltre considereremo vari modi che consentono di approfondire la dimensione internazionale delle crisi e la loro intensità e propagazione, fino a pervenire alla definizione di crisi globale che diamo nel capitolo 16. Oltre a considerare i vari paesi uno alla volta, i nostri indicatori fondamentali delle soglie di crisi fanno riferimento a una tipologia di crisi alla volta (per esempio: crisi valutarie, inflazione, crisi bancarie). Come evidenziamo in particolare nel capitolo 16, le diverse tipologie di crisi tendono a verificarsi a grappolo, suggerendo la possibilità, in linea di principio, di definizioni sistemiche delle crisi.



Per varie ragioni preferiamo, tuttavia, focalizzare la nostra analisi sulla più semplice e trasparente descrizione di episodi di crisi, soprattutto perché un approccio diverso renderebbe molto difficile l'effettuazione di ampie comparazioni tra differenti paesi e diversi periodi di tempo. Queste definizioni di crisi trovano la loro giustificazione negli studi empirici già esistenti e che richiamiamo come fonti di riferimento.

Iniziamo la trattazione dalle crisi che possono essere facilmente definite in termini strettamente quantitativi, per passare poi a quelle per cui si deve ricorrere ad analisi più qualitative e alla formulazione di valutazioni. Nel paragrafo conclusivo daremo le definizioni di default ricorrente e della sindrome del «questa volta è diverso», concetti che ricorreranno nel corso della restante parte del volume.

## Crisi definite da soglie quantitative: inflazione, crisi valutarie e svalutazione della moneta

### *Crisi inflazionistiche*

Iniziamo con il definire le crisi inflazionistiche, sia per la loro universalità e particolare importanza storica sia per la relativa semplicità e chiarezza con cui possono essere identificate. Dal momento che siamo interessati a catalogare l'entità del default (in termini di alleggerimento del debito attraverso l'inflazione) e non solo la sua frequenza, cercheremo di individuare non soltanto l'inizio di un episodio di crisi inflazionistica o valutaria ma anche la sua durata. Molti periodi di elevata inflazione possono essere meglio descritti come cronici: durano molti anni, talora attenuandosi e talora stabilizzandosi a un livello intermedio prima di esplodere. Diversi studi, tra cui un nostro precedente lavoro sulla classificazione degli accordi valutari successivi alla Seconda guerra mondiale, utilizzano una soglia di inflazione del 40 per cento o più in dodici mesi come indice di un episodio di alta inflazione. Si potrebbe argomentare, naturalmente, che gli effetti dell'inflazione sono molto dannosi a un livello inflazionistico assai inferiore, come per esempio il 10 per cento, ma i costi di una moderata inflazione molto prolungata non sono ben determinati né a livello teorico né empiricamente. Nel nostro precedente lavoro sul periodo successivo alla Seconda guerra mondiale abbiamo scelto un limite del 40 per cento perché vi è un consenso molto ampio sul fatto che livelli di tale entità siano molto dannosi; ci soffermeremo, tuttavia, anche sui trend inflazionistici generali e su picchi inflazionistici più bassi, quando significativi. L'iperinflazione – tassi inflazionistici del 40 per cento *al mese* – è un fenomeno più recente. Come vedremo nel capitolo 12 sulle crisi inflazionistiche

(specialmente nella tabella 12.3), tra i paesi del nostro campione il record appartiene all'Ungheria, nel 1946 (nonostante le recenti esperienze dello Zimbabwe).

Tuttavia, per il periodo antecedente alla Prima guerra mondiale anche una soglia d'inflazione del 40 per cento *all'anno* è troppo alta, perché a quel tempo i tassi d'inflazione erano molto più bassi, specialmente prima dell'avvento della moderna moneta cartacea (cosiddetta «a corso forzoso», perché non ha alcun valore intrinseco e vale qualcosa solo perché lo stato dichiara per decreto che altre monete non hanno corso legale nelle transazioni in ambito nazionale). Anteriormente alla Prima guerra mondiale i tassi d'inflazione mediani erano ben al di sotto di quelli del periodo successivo: lo 0,5 per cento all'anno dal 1500 al 1799 e lo 0,71 per cento dal 1800 al 1913, contro il 5,0 per cento del periodo 1914-2006. In periodi con tassi d'inflazione medi molto inferiori e basse aspettative di elevata inflazione, tassi d'inflazione molto più bassi potevano essere scioccanti e traumatici per un'economia, e quindi considerati crisi.<sup>1</sup> Pertanto, in questo lavoro, al fine di includere i periodi anteriori senza che l'analisi perdesse di significato, abbiamo adottato una soglia di crisi inflazionistica del 20 per cento all'anno. Nella maggior parte dei punti principali in cui riteniamo che si siano verificate crisi inflazionistiche, le nostre principali asserzioni appaiono ragionevolmente fondate in rapporto alla nostra scelta della soglia: per esempio, la nostra asserzione che in un qualsiasi punto determinato si è verificata una crisi sarebbe ugualmente valida anche se avessimo definito le crisi inflazionistiche usando una soglia più bassa, per esempio del 15 per cento, oppure più alta, per esempio del 25 per cento. Naturalmente, dato che la maggior parte dei dati da noi utilizzati sarà resa accessibile online, i lettori sono liberi di fissare una soglia di loro scelta per l'inflazione o per altri indicatori quantitativi di crisi.

### *Crisi valutarie*

Per datare le crisi valutarie abbiamo seguito una variante di un approccio introdotto da Jeffrey Frankel e Andrew Rose, i quali focalizzano l'analisi esclusivamente su ampi deprezzamenti dei tassi di cambio e fissano la loro soglia di base (soggetta ad alcune avvertenze) al 25 per cento all'anno.<sup>2</sup> Questa definizione è la più ristretta, in quanto non considera altre variabili come perdite di riserve (dati questi che i governi custodiscono gelosamente, spesso ritardandone a lungo la pubblicazione) e aumenti dei tassi d'interesse (che non sono molto significativi in sistemi finanziari sottoposti a un pesante controllo pubblico, come è del resto avvenuto per la maggior parte dei paesi fino al recente passato). Come per l'inflazione, la soglia del 25 per cento che

si potrebbe applicare ai dati relativi al periodo successivo alla Seconda guerra mondiale – almeno per definire una crisi valutaria grave – sarebbe troppo alta per il periodo precedente, quando variazioni molto più piccole suscitavano grande sorpresa ed erano pertanto fonte di considerevoli turbative. Pertanto, abbiamo scelto di definire come crisi valutaria un deprezzamento annuo superiore al 15 per cento. In analogia al criterio adottato per gli episodi di inflazione, anche in questo caso non consideriamo soltanto la data di inizio del crollo (come in Frankel e Rose e anche in Kaminsky e Reinhart) ma l'intero periodo in cui i tassi annui di deprezzamento superano la soglia.<sup>3</sup> Non deve certo stupire che i crolli più rilevanti esposti nella tabella 1.1 siano simili per tempistica e ordine di grandezza al profilo delle crisi inflazionistiche. Tuttavia, l'«onore» della crisi valutaria record non va all'Ungheria (come nel caso dell'inflazione) ma alla Grecia, nel 1944.

### *Svalutazione della moneta*

Nel lungo periodo in cui il principale mezzo di pagamento era costituito dalle monete metalliche, lo svaloramento della moneta è stato l'antesignano delle moderne crisi inflazionistiche e valutarie. Non sorprende che le tosature delle monete fossero particolarmente frequenti e rilevanti durante le guerre, quando drastiche riduzioni nel contenuto in argento delle monete costituivano talvolta la più importante fonte di finanziamento dei sovrani.

Nel presente lavoro abbiamo rilevato anche le date delle «riforme», o conversioni valutarie, e le loro dimensioni. Nel nostro campione tali conversioni si riscontrano in tutti gli episodi di iperinflazione; non è inusuale, anzi, osservare casi in cui vi sono state diverse conversioni in rapida successione. Per esempio, nella sua lotta all'iperinflazione il Brasile ha effettuato ben quattro conversioni dal 1986 al 1994. Quando abbiamo iniziato a lavorare a questo libro, in termini di grandezza di una singola conversione il record apparteneva alla Cina, che nel 1948 aveva effettuato una conversione nel rapporto di tre milioni a uno. Purtroppo, prima del suo completamento quel record è stato superato dallo Zimbabwe con un rapporto di conversione di dieci miliardi a uno! Le conversioni seguono anche periodi di alta (ma non necessariamente iper) inflazione, e anche questi casi sono inclusi nel nostro elenco delle svalutazioni moderne.

### *Scoppio delle bolle dei prezzi degli assets*

La medesima metodologia quantitativa si potrebbe applicare anche per la datazione dello scoppio delle bolle dei prezzi di alcuni *assets* (azioni o immobili), che precede di solito le crisi bancarie. Nel capitolo 16 ci

occupiamo dei crolli delle quotazioni azionarie, mentre rinviando a future ricerche lo studio delle crisi immobiliari.<sup>4</sup> Una delle ragioni per cui non affrontiamo l'argomento in questa sede è che i dati sui prezzi di molti importanti *assets* che sono causa delle crisi finanziarie, e in particolare i prezzi degli immobili, sono assai difficili da raccogliere per estesi periodi di tempo e un ampio numero di paesi. Tuttavia, l'insieme di dati di cui disponiamo include i prezzi degli immobili per un certo numero di paesi sia sviluppati sia emergenti nel corso degli ultimi due decenni, e li utilizzeremo più oltre nell'analisi delle crisi bancarie.

## Crisi definite da eventi: crisi bancarie e default estero e domestico

In questo paragrafo descriviamo i criteri adottati nel presente studio per la datazione delle crisi bancarie, delle crisi del debito estero e di quelle del debito domestico, le quali ultime sono di gran lunga le meno documentate e comprese. Il riquadro 1.1 contiene un breve glossario dei concetti chiave utilizzati nella nostra analisi per definire le varie tipologie di debito.

TABELLA 1.1

Definizione delle crisi sintetiche delle soglie quantitative

| Tipo di crisi       | Soglia                                                                                                                                                                                             | Periodo                             | Massimo (%)                               |
|---------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------------|
| Inflazionistica     | Tasso annuo di inflazione del 20 per cento o più                                                                                                                                                   | 1500-1799<br>1800-1913<br>1914-2008 | 179,1<br>159,6<br>9,63E + 26 <sup>a</sup> |
|                     | L'incidenza dei casi più estremi, in cui l'inflazione supera il 40 per cento all'anno, è stata esaminata separatamente.                                                                            |                                     |                                           |
| Crisi valutaria     | Deprezzamento annuo nei confronti del dollaro USA (o della corrispondente valuta di ancoraggio: storicamente, la sterlina britannica, il franco francese o il marco tedesco, e attualmente l'euro) | 1800-1913<br>1914-2008              | 275,7<br>3,37E+9                          |
| Svalutazione moneta | Riduzione contenuto metallico delle monete in circolazione                                                                                                                                         | del 1258-1799<br>1800-1913          | - 56,8<br>- 55,0                          |
| Tipo <sub>1</sub>   |                                                                                                                                                                                                    | del 5 per                           |                                           |

|                        |                                                                                                                                                                          |
|------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                        | cento o più.                                                                                                                                                             |
| Svalutazione<br>moneta | della Riforma monetaria in il caso più estremo è<br>cui una nuova recente                                                                                                |
| Tipo II                | moneta sostituisce conversione<br>una moneta molto effettuata dallo<br>svalutata Zimbabwe in un<br>precedentemente in rapporto di dieci<br>circolazione. miliardi a uno. |

<sup>a</sup> In alcuni casi i tassi di inflazione sono così alti (come, per esempio, in Ungheria nel 1946) che siamo stati costretti a usare la notazione scientifica. Per esempio, E+26 significa che al numero 9,63 si devono aggiungere degli zeri e spostare la virgola di ventisei posti verso destra.

### *Crisi bancarie*

Per quanto attiene alle crisi bancarie, la nostra analisi pone l'accento sugli eventi. La principale ragione per cui adottiamo questo approccio è riconducibile alla carenza di serie di dati per estesi periodi di tempo tali da consentire di datare le crisi bancarie o finanziarie in termini quantitativi, in modo analogo alle crisi inflazionistiche o valutarie. Un indicatore che sarebbe logico esaminare è rappresentato, per esempio, dal prezzo relativo delle azioni bancarie (cioè delle azioni degli istituti finanziari in rapporto al mercato). Tale analisi appare peraltro problematica, specialmente per la parte del nostro campione che si riferisce agli anni più lontani e per i paesi in via di sviluppo, in cui molte banche domestiche non hanno titoli azionari trattati in mercati pubblici.

Si potrebbe anche pensare di utilizzare per la datazione delle crisi le fluttuazioni dei depositi bancari. Nei casi in cui l'inizio di una crisi bancaria sia stato caratterizzato dalla corsa al ritiro dei depositi, questo indicatore potrebbe funzionare bene, per esempio, per la datazione dei numerosi episodi di panico bancario del decennio 1800-10. Spesso, tuttavia, i problemi delle banche non nascono dal lato delle passività ma da un prolungato periodo di deterioramento nella qualità degli attivi, vuoi a seguito di un crollo dei prezzi degli immobili (come negli Stati Uniti all'inizio della crisi finanziaria dei mutui *subprime*) vuoi a causa dell'aumento dei fallimenti nel settore non finanziario (come nelle ultime fasi della crisi finanziaria dell'ultima parte del decennio 2000-10). In questi casi l'inizio della crisi potrebbe essere individuato in corrispondenza di un rilevante aumento dei fallimenti o delle insolvenze sui prestiti. Sfortunatamente, in molti paesi, indicatori dei fallimenti di imprese e delle sofferenze sono in genere disponibili sporadicamente, o non lo sono affatto, anche per i periodi più recenti. In ogni caso, le statistiche sui mutui in sofferenza sono spesso grossolanamente inesatte, perché le banche cercano di nascondere i

loro problemi più a lungo possibile e le autorità di vigilanza fingono spesso di non vedere.

Tenuto conto di questo limite dei dati, identifichiamo una crisi bancaria in base a due tipi di eventi: (1) panico bancario che porta alla chiusura, alla fusione o all'acquisizione da parte del settore pubblico di uno o più istituti finanziari (come nel Venezuela nel 1993 o in Argentina nel 2001) e (2) se non vi è panico bancario, la chiusura, la fusione, l'acquisizione o l'aiuto pubblico su larga scala a un importante istituto finanziario (o gruppo di istituti) che segni l'inizio di una serie di operazioni analoghe per altri istituti finanziari (come in Thailandia dal 1996 al 1997). A tal fine ci siamo avvalsi di studi sulle crisi bancarie già disponibili e della stampa finanziaria. Nel corso di questi periodi lo stress finanziario è quasi sempre estremamente elevato.

---

**RIQUADRO 1.1**  
Glossario del debito

---

*Debito estero:* Totale dell'esposizione debitoria di un paese nei confronti di creditori esteri, sia ufficiali (pubblici) sia privati. Spesso i creditori stabiliscono tutte le condizioni dei contratti di debito, che sono di norma soggetti alla giurisdizione dei creditori esteri oppure alle leggi internazionali (per i crediti multilaterali).

*Debito pubblico totale:* Totale dell'esposizione debitoria di uno stato nei confronti di creditori nazionali ed esteri. Lo «stato» comprende di regola l'amministrazione centrale, le amministrazioni provinciali, le amministrazioni federali e tutti gli altri enti il cui indebitamento è esplicitamente garantito dallo stato.

*Debito pubblico domestico:* Tutti i debiti di uno stato emessi in base a normative nazionali e soggetti alla giurisdizione nazionale, indipendentemente dalla nazionalità del creditore o dalla valuta di denominazione del debito; comprende pertanto il debito pubblico domestico in valuta estera, come di seguito definito. Le condizioni dei contratti di debito possono essere determinate dal mercato o stabilite unilateralmente dallo stato.

*Debito pubblico domestico in valuta estera:* Debiti di uno stato emessi in base a normative nazionali ma espressi in (o agganciati a) una valuta diversa da quella nazionale.

*Debito della banca centrale:* Non è di regola incluso nel debito pubblico, nonostante sia solitamente assistito da un'implicita garanzia statale. Generalmente le banche centrali emettono questi debiti per facilitare le operazioni sul mercato aperto (inclusi gli interventi di sterilizzazione). Questi debiti possono essere denominati sia in valuta locale sia in valuta estera.

---

Vi sono diverse fonti di primaria importanza per stabilire la datazione delle crisi che interessano più paesi. Per il periodo successivo al 1970 i noti e ampi studi di Caprio e Klingebiel – la cui versione più aggiornata copre il periodo fino al 2003 – costituiscono una fonte autorevole, specialmente per quanto riguarda la classificazione delle crisi in

sistemiche e meno gravi. Kaminsky e Reinhart, e Jácome (quest'ultimo per l'America latina) completano le fonti.<sup>5</sup> Ci siamo avvalsi, inoltre, di numerosi studi relativi a singoli paesi che registrano episodi di crisi bancarie e non vengono presi in considerazione dai contributi che studiano più paesi insieme; gli studi relativi a singoli paesi hanno fornito, in effetti, un importante contributo alla nostra cronologia.<sup>6</sup> Nella tabella 1.2 presentiamo una sintetica esposizione dei limiti dell'approccio alla datazione delle crisi basato sugli eventi.

TABELLA 1.2

Sintesi dei criteri per la definizione delle crisi in base agli eventi

| Tipo di crisi                                     | Definizione e/o criteri                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | Commenti                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|---------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Crisi bancarie                                    | Identifichiamo una crisi bancaria in base a due tipi di eventi: (1) panico bancario che porta alla chiusura, da fusione o acquisizione                                                                                                                                                                                                                                        | Questo approccio per la datazione dell'inizio delle crisi bancarie non è esente da inconvenienti. Potrebbe riportare a posticipare la data di inizio delle crisi, perché una banca sia in genere i problemi finanziari iniziano ben prima che una banca sia chiusa o fusa, oppure ad anticiparla, perché la parte importante di una crisi finanziaria (o gruppo di istituti) che segna l'inizio di una serie di operazioni differenzia del caso di crisi analoghe per altri istituti del debito estero (vedi al punto successivo), le cui date di chiusura sono ben definite, è spesso difficile o impossibile individuare esattamente l'anno in cui la crisi è terminata. |
| Tipo I:<br>sistemiche (gravi)                     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| Tipo II:<br>dissesti finanziari<br>(più moderate) |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| Crisi del debito estero                           | Un default sul debito estero sovrano è definito come l'inadempimento da parte di uno stato di un'obbligazione per rimborso di capitale o pagamento di interessi alla scadenza (o entro il periodo di moratoria prefissato). Questi episodi includono i casi in cui il debito ristrutturato viene estinto a condizione meno favorevoli di quella dell'obbligazione originaria. | Sebbene l'anno in cui si verifica il default sia accuratamente classificato come anno di crisi, in un gran numero di casi la definizione finale con i creditori (sempre che venga conseguita) appare indeterminata. Per tale ragione lavoriamo anche con una variabile di comodo che registra soltanto il primo anno di crisi.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| Nazionale                                         | Si applica la definizione data al punto precedente per la crisi del debito estero. Inoltre, le crisi del default sul debito nazionale                                                                                                                                                                                                                                         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |

nazionale comportandosi come fonte Standard & Poor's. spesso il congelamento dei depositi bancari e/o la conversione forzata di questi depositi dal dollaro alla moneta nazionale. Storicamente, è molto difficile datare questi episodi, e in molti casi (come per le crisi bancarie) è impossibile stabilire la data della loro risoluzione definitiva.

---

### *Crisi del debito estero*

Le crisi del debito estero implicano un default palese sulle obbligazioni relative al debito estero di uno stato, cioè un'insolvenza in ordine a un pagamento ai creditori per un prestito emesso in base alla giurisdizione di un altro paese, denominato tipicamente (ma non sempre) in una valuta estera e detenuto tipicamente, per la maggior parte, da creditori esteri. L'Argentina detiene il record per il default più elevato: nel 2001 ha dichiarato insolvenza per oltre 95 miliardi di dollari di debiti esteri. Nel caso dell'Argentina, il default è stato gestito riducendo i pagamenti degli interessi e allungandone le scadenze. Talvolta i governi ripudiano integralmente il debito, come nel caso del Messico nel 1867, quando il debito in pesos per un controvalore di oltre 100 milioni di dollari emesso dall'imperatore Massimiliano fu ripudiato dal governo Juárez. Solitamente, tuttavia, il governo ristruttura il debito a condizioni meno favorevoli per i creditori rispetto a quelle del contratto originario (ne sono un esempio le poco conosciute ristrutturazioni del debito estero dell'India effettuate nel periodo 1958-72).

I default sul debito estero hanno ricevuto considerevole attenzione nella letteratura accademica per opera di moderni storici dell'economia come Michael Bordo, Barry Eichengreen, Marc Flandreau, Peter Lindert, John Morton e Alan Taylor.<sup>7</sup> A paragone delle crisi bancarie più lontane nel tempo (per non parlare delle crisi del debito interno, che sono state quasi del tutto ignorate dalla letteratura), sulle cause e conseguenze di questi episodi alquanto drammatici le conoscenze di cui si dispone sono molto più vaste. Le date dei default e delle ristrutturazioni del debito nazionale sono indicate e illustrate nel capitolo 6. Per il periodo successivo al 1824, la maggior parte delle datazioni è tratta da diversi studi di Standard & Poor's citati nelle appendici statistiche. Tali studi sono peraltro incompleti, in quanto omettono numerose operazioni di ristrutturazione postbelliche ed episodi di default più lontani nel tempo; questa fonte è stata pertanto integrata con informazioni aggiuntive.<sup>8</sup>



Sebbene le date dei default esteri siano in genere chiaramente definite e molto meno controverse di quelle, per esempio, delle crisi bancarie (il cui termine è spesso incerto), è pur sempre necessario esprimere valutazioni in base all'esperienza, come si vedrà nel capitolo 8. Per esempio, nel catalogare il numero delle volte in cui un paese è andato in default, generalmente classifichiamo tutte le inadempienze che si verificano entro due anni da un default precedente come facenti parte del medesimo episodio. Anche la datazione del termine dei default sul debito estero sovrano presenta numerosi problemi, sebbene sia più agevole che nel caso delle crisi bancarie (dato che la loro chiusura è in genere contraddistinta da un accordo formale con i creditori).

Sebbene l'anno in cui si verifica il default sia accuratamente classificato come anno di crisi, in un gran numero di casi la sua definizione finale con i creditori (sempre che venga conseguita) sembra interminabile. Il record appartiene al default della Russia del 1918, a seguito della rivoluzione, durato sessantanove anni. Il default della Grecia nel 1826 la escluse dai mercati internazionali dei capitali per cinquantatré anni consecutivi e quello dell'Honduras nel 1873 ebbe una durata simile.<sup>9</sup> Naturalmente, l'analisi dell'intero episodio di default è utile per determinare i cicli di indebitamento e di inadempienza, calcolare i tassi di rischio, e così via. Ma è difficilmente credibile che un periodo della durata di cinquantatré anni possa essere considerato una crisi, anche se quegli anni non sono stati propriamente di prosperità. Pertanto, oltre a costruire «variabili di comodo» per i paesi considerati in modo da coprire l'intero episodio, abbiamo utilizzato altre due variabili qualitative che abbracciano il periodo cruciale della crisi, incentrato sulla data del default. La prima registra come crisi soltanto l'anno del default, mentre la seconda crea una finestra di sette anni centrata sulla data del default. Il fondamento logico è che né i tre anni che precedono un default né i tre anni che lo seguono possono essere considerati un periodo «normale» o «tranquillo». Questa tecnica consente di analizzare il comportamento durante la crisi di vari indicatori economici e finanziari in termini coerenti nel tempo e nel confronto tra paesi diversi.

### *Crisi del debito domestico*

Il debito pubblico domestico viene emesso in conformità alle normative nazionali. Nella grande maggioranza dei paesi, e per la maggior parte della loro storia, il debito domestico è stato denominato nella moneta locale e detenuto prevalentemente da residenti. Analogamente, una quota largamente prevalente del debito pubblico estero – debito che è soggetto alla giurisdizione di altri paesi – è stata

denominata in valuta estera e detenuta da residenti in paesi esteri.

Le informazioni sulle crisi del debito domestico sono scarse, ma non perché queste crisi non si verifichino. Anzi, come illustreremo nel capitolo 9, le crisi del debito domestico si verificano tipicamente in un quadro economico generale molto peggiore di quello che accompagna di solito il default estero. In genere, tuttavia, le crisi del debito domestico non vedono la presenza di potenti creditori esteri. Ciò può forse contribuire a spiegare perché così tanti episodi passino inosservati nella grande stampa economica e finanziaria e perché tali crisi siano sottorappresentate nella letteratura accademica. Naturalmente, non è sempre così. Il quasi default del Messico del 1994-95, che è stato molto pubblicizzato, si qualifica certamente come una «famosa» crisi di default domestico, sebbene probabilmente non siano stati molti gli osservatori che si sono resi conto che la maggior parte del debito problematico era tecnicamente domestico e non estero. Infatti, la quota di debito pubblico (sotto forma di *tesobonos*, costituiti prevalentemente da titoli di debito a breve termine rimborsabili in pesos agganciati al dollaro americano) che è rimasta sull'orlo del default fino a quando non è intervenuto il salvataggio del Fondo monetario internazionale e del Tesoro americano, era stata emessa in conformità alle normative nazionali messicane ed era pertanto parte integrante del debito domestico del paese. Si può soltanto ipotizzare che se una considerevole quota di *tesobonos* non fosse stata detenuta da non residenti, questa crisi avrebbe probabilmente ricevuto un'attenzione molto minore. Dal 1980 l'Argentina è andata in default sul debito domestico per tre volte. I due default sul debito domestico che hanno coinciso con un default del debito estero (1982 e 2001) hanno attirato una considerevole attenzione internazionale, mentre il default del 1989, che è stato di grandi dimensioni ma non ha comportato un nuovo default sul debito estero, e pertanto non ha coinvolto i non residenti, è ben poco conosciuto in letteratura. I molti default sul debito domestico che si verificarono durante la Grande depressione degli anni trenta sia nei paesi avanzati sia in quelli in via di sviluppo non sono molto ben documentati. Anche quando i default domestici sono documentati in rapporti ufficiali sul debito, i riferimenti a pagamenti in arretrato o a sospensioni dei pagamenti sono spesso contenuti solo in note a piè di pagina.

Infine, alcuni dei default domestici che hanno comportato la conversione forzata in moneta nazionale di depositi in valuta estera si sono verificati durante crisi bancarie, episodi di iperinflazione o una combinazione delle due cose (default di questo tipo hanno interessato, tra gli altri, Argentina, Bolivia e Perù). Il nostro approccio alla

costruzione di variabili per la catalogazione delle crisi è analogo a quello precedentemente descritto per i default sul debito estero. Come per le crisi bancarie, e a differenza dei default sul debito estero, per molti episodi di insolvenza sul debito domestico il termine della crisi non è facilmente determinabile.

## Altri concetti fondamentali

### *Default ricorrente*

Si parla di default ricorrente quando si verificano molteplici default del debito nazionale sul debito pubblico (o garantito dallo stato) estero o domestico, o su entrambi. Questi default possono verificarsi a distanza di cinque o di cinquant'anni, e possono andare dal default totale (o ripudio) al default parziale attraverso una ristrutturazione del debito (in genere estendendo il periodo di pagamento degli interessi a condizioni più favorevoli per il debitore). Come vedremo nel capitolo 4, il default totale è in effetti molto raro, sebbene possano trascorrere decenni prima che i creditori ricevano una qualche forma di pagamento parziale.

### *La sindrome del «questa volta è diverso»*

L'essenza della sindrome del «questa volta è diverso» è semplice.<sup>10</sup> È radicata nella pervicace convinzione che le crisi finanziarie siano cose che accadono ad altri, in altre nazioni e in altri tempi; le crisi non colpiscono noi, qui e ora. Noi siamo più bravi, più intelligenti e abbiamo imparato dagli errori passati. Le vecchie regole di valutazione non si applicano più. Questa volta il boom, a differenza dei molti boom che in passato hanno preceduto crolli catastrofici (anche nel nostro paese) poggia su solide fondamenta, riforme strutturali, innovazioni tecnologiche e buone politiche. O almeno questo è quanto comunemente si crede.

Nell'introduzione abbiamo già illustrato il fondamento teorico della sindrome del «questa volta è diverso», che si basa sulla fragilità di economie molto indebitate e in particolare sulla loro vulnerabilità alle crisi di fiducia. Gli esempi storici di questa sindrome sono indubbiamente numerosissimi. Non intendiamo fornirne l'elenco, ma se ne possono trovare esempi in varie parti del volume.

Uno di questi viene presentato nel riquadro 1.2, che riproduce un'inserzione pubblicitaria che riflette lo spirito del «questa volta è diverso» quando si approssimava la Grande depressione, mentre il riquadro 6.2 illustra il boom creditizio del decennio 1820-30

nell'America latina, che rappresentò la prima crisi del debito in quell'area.

Ecco un breve elenco di episodi della sindrome nel corso dell'ultimo secolo:

1. L'OTTIMISMO CHE PRECEDETTE IL DEFAULT DEI MERCATI EMERGENTI NEGLI ANNI TRENTA

*Perché quella volta era diverso?*

*Il modo di pensare in quel periodo: non ci sarà mai un'altra guerra mondiale; una maggiore stabilità politica e una forte crescita mondiale saranno sostenibili indefinitamente; il livello di indebitamento dei paesi in via di sviluppo è basso.*

Le principali nazioni che avevano combattuto nella Prima guerra mondiale avevano accumulato debiti enormi. Si pensava che aree come l'America latina e l'Asia, che erano riuscite a evitare le maggiori devastazioni della guerra, avessero situazioni di finanza pubblica molto contenute e gestibili. Il decennio 1920-30 fu in tutto il mondo un periodo dominato dall'ottimismo, non diversamente dal boom quinquennale che ha preceduto la crisi finanziaria mondiale iniziata negli Stati Uniti a metà del 2007. Analogamente, la pace mondiale è stata una componente importante delle dinamiche del decennio 2000-10, come lo fu negli anni trenta la convinzione che l'esperienza della Prima guerra mondiale non si sarebbe presto ripetuta.

---

RIQUADRO 1.2

La sindrome del «questa volta è diverso» alla vigilia del crollo del 1929

---

## FAMOUS WRONG GUESSES IN HISTORY *when all Europe guessed wrong*

The date—October 3rd, 1719.  
The scene—Hotel de Nevers, Paris.  
A wild mob—fighting to be heard.  
"Fifty shares!" "I'll take two hundred!" "Five hundred!" "A thousand here!" "Ten thousand!"  
Shriell cries of women. Hoarse shouts of men. Speculators all—exchanging their gold and jewels or a lifetime's meager savings for magic shares in John Law's Mississippi

Company. Shares that were to make them rich overnight.

Then the bubble burst. Down—down went the shares. Facing utter ruin, the frenzied populace tried to "sell". Panic-stricken mobs stormed the Banque Royale. No use! The bank's coffers were empty. John Law had fled. The great Mississippi Company and its promise of wealth had become but a wretched memory.

Today you need not guess.<sup>2</sup>

HISTORY sometimes repeats itself—but not invariably. In 1719 there was practically no way of finding out the *fatti* about the Mississippi venture. How different the position of the investor in 1929!

Today, it is inexcusable to buy a "bubble"—inexcusable because unnecessary. For now every investor—whether his capital consists of a few thousands or mounts into the millions—has at his disposal facilities for obtaining the *fatti*. Facts which—as far as is humanly possible—eliminate the hazards of speculation and substitute in their place sound principles of investment.



### STANDARD STATISTICS

200 VARICK ST.

New York, New York. (now the home of Chipotle Mexican Grill)

Saturday Evening Post, September 14, 1929

<sup>1</sup> FAMOSI ERRORI DI PREVISIONE NELLA STORIA. Quando tutta l'Europa si sbagliava. La data: 3 ottobre 1719. La scena: Hotel de Nevers, Parigi. Una folla impazzita di gente che urla per farsi sentire. «Cinquanta azioni!» «Io ne prendo duecento!» «Cinquecento!» «Qui mille!» «Diecimila!» Acuti strilli di donne. Roche grida di uomini. Tutti speculatori, che scambiavano il loro oro e i loro gioielli o i magri risparmi di una vita con le magiche azioni della Mississippi Company di John Law. Azioni che li avrebbero arricchiti da un giorno all'altro. Poi la bolla scoppiò. E le azioni scesero sempre più giù. Di fronte alla completa rovina, la folla invasata cercò di «vendere». La plebaglia, in preda al panico, prese d'assalto la Banque Royale. Niente da fare! I forzieri della banca erano vuoti. John Law era scappato. La grande Mississippi Company e le sue promesse di ricchezza non erano più che un amaro ricordo.

<sup>2</sup> Oggi non devi indovinare.

<sup>3</sup> LA STORIA talvolta si ripete, ma non necessariamente. Nel 1719 non c'era praticamente alcun modo di accertare i *fatti* in merito all'iniziativa della Mississippi Company. Come è diversa la situazione dell'investitore nel 1929! Oggi è imperdonabile acquistare una «bolla», imperdonabile perché non necessario. Infatti, oggi ogni investitore – sia che disponga di un capitale di poche migliaia oppure di milioni – ha a disposizione i mezzi per ottenere i *fatti*. Fatti che – nei limiti di quanto è umanamente possibile – eliminano i rischi della speculazione sostituendoli con sani principi di investimento.

Nota: Questa inserzione pubblicitaria è stata cortesemente inviata agli autori dal professor Peter Lindert.

---

Nel 1929, il crollo delle borse mondiali segnò l'inizio della Grande depressione. La contrazione dell'economia provocò una forte riduzione delle risorse pubbliche e la deflazione mondiale spinse in alto i tassi d'interesse in termini reali. Ne seguì la più grande ondata di default della storia.

*Perché quella volta era diverso?*

*Il modo di pensare in quel periodo: i prezzi delle materie prime sono sostenuti, i tassi d'interesse sono bassi, i proventi petroliferi vengono «riciclati», al governo vi sono abili tecnocrati, i fondi vengono utilizzati per investimenti infrastrutturali ad alto rendimento e, come nel periodo tra le due guerre, negli anni venti e trenta, l'indebitamento è costituito da prestiti bancari anziché da prestiti obbligazionari. Dato che le singole banche sono esposte per grosse quote di prestiti, saranno incentivate a svolgere attività di raccolta di informazioni e monitoraggio per assicurarsi che i fondi siano ben spesi e che i prestiti vengano rimborsati.*

Dopo anni di declino «secolare», nel decennio 1970-80 il mondo ha sperimentato un boom dei prezzi delle merci; l'America latina, ricca di materie prime, sembrava destinata a mietere enormi profitti man mano che la crescita mondiale spingeva sempre più in alto i prezzi di risorse di base scarse. Nel mondo sviluppato l'inflazione globale aveva dato luogo a un periodo anormalmente lungo di bassi tassi di interesse reali nei mercati obbligazionari dei paesi ricchi. Inoltre, nell'America latina non vi era stato praticamente alcun nuovo default per quasi una generazione; l'ultima ondata si era verificata durante la Grande depressione.

Molti funzionari pubblici ed economisti si esprimevano in termini molto positivi sui prestiti erogati dalle banche occidentali ai paesi in via di sviluppo. Si sottolineava che le banche svolgevano un importante servizio di intermediazione, «riciclando» nei paesi in via di sviluppo i surplus dei proventi petroliferi dei paesi Opec (Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio). Le banche occidentali furono coinvolte in questo circuito perché si riteneva che avessero l'esperienza necessaria in materia di erogazione e monitoraggio del credito per potersi impegnare nella concessione di ingenti prestiti nell'area dell'America latina e in molti altri paesi, beneficiando di larghi margini di guadagno.

L'ottimismo degli anni settanta, come tante altre volte prima di allora, finì drammaticamente. Tassi di interesse reali considerevolmente più alti e il crollo dei prezzi mondiali delle materie prime provocarono il default del Messico nell'agosto del 1983 e, poco

dopo, di molti altri importanti mercati emergenti, tra cui l'Argentina, il Brasile, la Nigeria, le Filippine e la Turchia. Quando, nella prima parte degli anni ottanta, i paesi ricchi incominciarono a frenare l'inflazione, gli elevati aumenti dei tassi d'interesse decisi dalle banche centrali fecero salire enormemente il costo del servizio del debito per i paesi in via di sviluppo, che erano generalmente indicizzati ai tassi a breve termine (la ragione per cui le cose andarono così è un argomento che affronteremo nel capitolo sulla teoria del debito nazionale). Con il crollo della domanda globale, crollarono anche i prezzi delle materie prime, che in alcuni casi scesero del 70 per cento o più rispetto ai massimi.

### 3. LA CRISI DEL DEBITO DEL DECENNIO 1990-2000 IN ASIA

*Perché quella volta era diverso?*

*Il modo di pensare in quel periodo: nella regione asiatica sono in atto politiche fiscali conservatrici, i tassi di cambio sono stabili, i tassi di crescita e di risparmio sono alti e nella sua storia non si ha memoria di crisi finanziarie.*

Intorno alla metà del decennio 1990-2000, l'Asia era la prediletta dei capitali esteri. In quell'area: (1) le famiglie avevano tassi di risparmio eccezionalmente alti su cui i governi potevano fare affidamento in caso di tensioni finanziarie, (2) gli stati avevano bilanci relativamente solidi, cosicché la maggior parte dell'indebitamento era privato, (3) le valute erano quasi ancorate al dollaro, rendendo sicuri gli investimenti e (4) si pensava che nei paesi asiatici non si verificassero mai crisi finanziarie.

Ma neanche un paese a rapida crescita e con una sana politica fiscale è invulnerabile agli shock. Un rilevante punto debole era costituito dall'ancoraggio delle valute asiatiche al dollaro, spesso implicito più che esplicito.<sup>11</sup> Questi ancoraggi valutari resero i paesi dell'area estremamente vulnerabili a una crisi di fiducia. E, con inizio nell'estate del 1997, è proprio ciò che accadde. Paesi come la Thailandia finirono per subire enormi perdite a seguito dell'intervento sul mercato dei cambi, quando gli sforzi per sostenere la valuta, destinati fin dall'inizio al fallimento, si rivelarono vani.<sup>12</sup> La Corea, l'Indonesia e la Thailandia, tra gli altri, furono costrette a rivolgersi al Fondo monetario internazionale, da cui ottennero pacchetti di salvataggio di eccezionale entità, ma ciò non fu sufficiente a impedire profonde recessioni e svalutazioni dei cambi di rilevanti dimensioni.

### 4. LA CRISI DEL DEBITO DEL DECENNIO 1990-2000 E DELLA PRIMA PARTE DEL DECENNIO SUCCESSIVO NELL'AMERICA LATINA

*Perché quella volta era diverso?*

*Il modo di pensare in quel periodo: l'indebitamento è costituito da*

*obbligazioni, non da debiti bancari. (Si noti l'oscillazione del pendolo tra la convinzione che i debiti obbligazionari siano più sicuri e quella che lo siano di più i debiti bancari.) Considerato che nel caso dei prestiti obbligazionari il debito è ripartito tra un numero di creditori che è maggiore di vari ordini di grandezza rispetto al caso delle banche internazionali, i paesi debitori saranno molto più riluttanti nel dichiarare l'insolvenza, totale o parziale, perché la rinegoziazione dei debiti sarebbe particolarmente difficile (vedi il caso esposto in precedenza al punto 2).*

Nella prima parte degli anni novanta, i creditori internazionali riversarono ingenti risorse finanziarie in un'America latina che era appena riemersa da un decennio di inadempienza e stagnazione. Il credito era stato erogato principalmente sotto forma di obbligazioni piuttosto che attraverso le banche, inducendo alcuni a concludere che i debiti non avrebbero potuto essere rinegoziati. Distribuendo il possesso dei titoli tra un gran numero di obbligazionisti, così si argomentava, non si sarebbe potuto ripetere ciò che era avvenuto nel decennio 1980-90, quando i paesi debitori erano riusciti a costringere le banche a riscadenziare (allungare le scadenze e in realtà ridurre) i rimborsi dei debiti. Senza la possibilità di rinegoziazione, sarebbe stato molto più difficile dichiarare il default.

Entrarono in gioco anche altri fattori, illudendo gli investitori. Molti paesi dell'America latina avevano cambiato regime politico dalla dittatura alla democrazia, «assicurando una maggiore stabilità». Il Messico non era a rischio grazie al Nafta (North American Free Trade Agreement, Accordo nordamericano per il libero scambio), entrato in vigore nel gennaio 1994. L'Argentina non era a rischio, perché aveva ancorato «immutabilmente» il suo tasso di cambio al dollaro attraverso un sistema di *currency board*.

Alla fine, il boom di finanziamenti degli anni novanta sfociò in una serie di crisi finanziarie, iniziate con il crollo del Messico, nel dicembre del 1994. Seguirono, tra gli altri, il default da 95 miliardi di dollari dell'Argentina, all'epoca il più alto della storia, le crisi finanziarie del Brasile nel 1998 e 2002 e il default dell'Uruguay nel 2002.



*Perché quella volta era diverso?*

*Il modo di pensare in quel periodo: va tutto bene grazie alla globalizzazione, al boom tecnologico, al nostro eccellente sistema finanziario, alla nostra migliore comprensione della politica monetaria e al fenomeno della cartolarizzazione dei debiti.*

I prezzi delle case raddoppiarono e le quotazioni azionarie si impennarono, alimentati in ambedue i casi da un indebitamento con l'estero a livelli da primato. Ma la maggior parte della gente pensava che gli Stati Uniti non potessero mai incorrere in una crisi finanziaria simile a quella di un paese emergente.

I capitoli finali di questo volume raccontano la triste storia di quanto è successo dopo: la più grave crisi finanziaria dopo la Grande depressione e la sola, dopo la Seconda guerra mondiale, di portata globale. Nei capitoli seguenti dimostreremo che il carattere ricorrente delle crisi finanziarie è endemico in quasi tutte le epoche e aree geografiche. I periodi di prosperità (molti dei quali lunghi) finiscono spesso in modo drammatico.

## 2. Ripudio del debito: la genesi del ricorso all'inadempienza

*La propensione al ripudio del debito è una sindrome caratterizzata da strutture istituzionali deboli e da un sistema politico problematico che rendono l'indebitamento con l'estero un espediente a cui i governi sono tentati di ricorrere per evitare gravi decisioni in materia di spesa pubblica e di imposizione fiscale.*

In questo capitolo formuliamo un quadro statistico sistematico per studiare i default seriali in termini di incapacità di alcuni paesi a resistere al ricorrente pericolo di ricadere in default sul debito. Il lettore che voglia evitare il modesto contenuto di analisi tecnica dei prossimi due capitoli può passare subito al capitolo sui default esteri senza una significativa perdita di continuità.

Definiamo la propensione al ripudio del debito come la situazione di estrema difficoltà che molte economie di mercato emergenti sperimentano a livelli di indebitamento con l'estero che sembrerebbero del tutto gestibili secondo gli standard dei paesi avanzati. Questa situazione determina tipicamente un circolo vizioso con perdita della fiducia dei mercati, rapido aumento dei tassi d'interesse sul debito pubblico estero e resistenza politica a rimborsare i creditori esteri. Alla fine, il default si verifica spesso a livelli di indebitamento ben inferiori al rapporto del 60 per cento tra debito e Pil consacrato in una clausola del Trattato europeo di Maastricht finalizzata a proteggere il sistema dell'euro dai default degli stati. Le soglie di debito sicure si rivelano molto dipendenti dalle vicende precedentemente sperimentate da un determinato paese in termini di default e andamento dell'inflazione.<sup>1</sup>

### Soglie di debito

Questo capitolo rappresenta un primo approccio alla comprensione del perché un paese possa essere vulnerabile a ricorrenti default, per passare poi a determinare una misura quantitativa della vulnerabilità a incrementi marginali del debito, cioè della «propensione a ripudiare il debito».

Pochi macroeconomisti sarebbero sorpresi nell'apprendere che i paesi emergenti con rapporti complessivi tra debito pubblico e Pnl che superano, per esempio, il 100 per cento corrano un significativo rischio

di default. Anche tra i paesi avanzati, il debito del Giappone, pari a circa il 170 per cento del Pnl (in funzione della definizione di debito utilizzata), è considerato problematico (il Giappone detiene cospicue riserve valutarie, ma anche il suo livello di debito netto, pari al 94 per cento del Pnl, è ancora molto alto).<sup>2</sup> Tuttavia il default delle economie di mercato emergenti può verificarsi, e in effetti si verifica, a livelli del rapporto tra debito estero e Pnl molto più bassi, com'è dimostrato da alcuni ben noti casi di default sul debito estero (per esempio, il Messico nel 1982, con un rapporto tra debito e Pnl pari al 47 per cento e l'Argentina nel 2002, con un rapporto tra debito e Pnl poco superiore al 50 per cento).

~~Debito estero alla data del default: paesi a medio reddito, 1970-2000~~

| Anno del default o della ristrutturazione | Rapporto tra debito estero e Pnl alla fine dell'anno del default o della | Rapporto tra debito estero ed esportazioni alla fine dell'anno del default |
|-------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------|
|-------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------|

|                       |      | ristrutturazione | o della<br>ristrutturazione |
|-----------------------|------|------------------|-----------------------------|
| Albania               | 1990 | 16,6             | 98,6                        |
| Argentina             | 1982 | 55,1             | 447,3                       |
|                       | 2001 | 50,8             | 368,1                       |
| Bolivia               | 1980 | 92,5             | 246,4                       |
| Brasile               | 1983 | 50,1             | 393,6                       |
| Bulgaria              | 1990 | 57,1             | 154,0                       |
| Cile                  | 1972 | 31,1             | n.d.                        |
|                       | 1983 | 96,4             | 358,6                       |
| Costa Rica            | 1981 | 136,9            | 267,0                       |
| Ecuador               | 1984 | 68,2             | 271,5                       |
|                       | 2000 | 106,1            | 181,5                       |
|                       | 2008 | 20,0             | 81,0                        |
| Egitto                | 1984 | 112,0            | 304,6                       |
| Federazione russa     | 1991 | 12,5             | n.d.                        |
|                       | 1998 | 58,5             | 109,8                       |
| Filippine             | 1983 | 70,6             | 278,1                       |
| Giamaica              | 1978 | 48,5             | 103,9                       |
| Giordania             | 1989 | 179,5            | 234,2                       |
| Guyana                | 1982 | 214,3            | 337,7                       |
| Honduras              | 1981 | 61,5             | 182,8                       |
| Iran                  | 1992 | 41,8             | 77,7                        |
| Iraq                  | 1990 | n.d.             | n.d.                        |
| Jugoslavia            | 1983 | n.d.             | n.d.                        |
| Marocco               | 1983 | 87,0             | 305,6                       |
| Messico               | 1982 | 46,7             | 279,3                       |
| Panama                | 1983 | 88,1             | 162,0                       |
| Perù                  | 1978 | 80,9             | 388,5                       |
|                       | 1984 | 62,0             | 288,9                       |
| Polonia               | 1981 | n.d.             | 108,1                       |
| Repubblica Dominicana | 1982 | 31,8             | 183,4                       |
| Romania               | 1982 | n.d.             | 73,1                        |
| Sud Africa            | 1985 | n.d.             | n.d.                        |
| Trinidad e Tobago     | 1989 | 49,4             | 103,6                       |
| Turchia               | 1978 | 21,0             | 374,2                       |
| Uruguay               | 1983 | 63,7             | 204,0                       |
| Venezuela             | 1982 | 41,4             | 159,8                       |
| MEDIA                 |      | 69,3             | 229,9                       |

Fonti: Reinhart, Rogoff e Savastano (2003a), aggiornato in base a Banca mondiale, *Global Development Finance* (vari anni).

Note: I raggruppamenti per reddito sono definiti come in Banca mondiale, *Global Development Finance* (vari anni). n.d., non disponibile. Gli stock di debito sono rilevati alla fine del periodo; ne consegue che i rapporti tra debito e Pnl, calcolati alla fine dell'anno del default, tendono a essere sistematicamente sovrastimati, in quanto nella maggior parte dei casi i default sono accompagnati da un notevole deprezzamento del tasso di cambio reale.

TABELLA 2.2

Debito estero alla data del default: distribuzione di frequenza, 1970-2008

Per la media del rapporto tra debito e Pnl alla fine del periodo si è usato il primo passo di media del debito

| ristrutturazione (%) |
|----------------------|
| 49,0                 |
| 42,50                |
| 616,80               |
| 816,00               |
| -1,600               |

Fonti: Tabella 2.1 e analisi degli autori.

Note: I gruppi di reddito sono definiti come da Banca mondiale, *Global Development Finance* (vari anni). Le percentuali si basano sui casi per cui disponiamo dei dati sui rapporti tra debito e Pnl. Tutti i casi indicati con n.d. nella tabella 2.1 sono esclusi dai calcoli.

Passiamo ora a confrontare i profili dell'indebitamento estero dei paesi emergenti distinguendo tra i paesi che hanno una storia di default e quelli che non hanno sperimentato insolvenze. La figura 2.1 presenta la distribuzione di frequenza del rapporto tra debito estero e Pnl per i due gruppi di paesi nel periodo 1970-2008. Le due distribuzioni sono chiaramente differenti e mostrano che i paesi insolventi si indebitano di più dei paesi non insolventi (anche se, a parità di livelli di indebitamento, i loro rating tendono a essere peggiori). Il divario tra i rapporti relativi al debito estero nei paesi emergenti insolventi e non, si amplia ancora di più quando si considerano i rapporti tra debito estero ed esportazioni. Si riscontra che i paesi che rischiano maggiormente di andare in default quando si indebitano (cioè quelli che hanno i livelli più alti di propensione a ripudiare il debito) si indebitano di più, specialmente se il livello di indebitamento viene misurato in termini di esportazioni, che costituiscono la loro principale fonte di valute estere. Non dovrebbe sorprendere, quindi, che così tanti cicli di afflusso di capitali si concludano con un grave evento creditizio. Naturalmente, la responsabilità non è solo del debitore; anche i creditori sono corresponsabili della sindrome del «questa volta è diverso».

Possiamo utilizzare queste distribuzioni di frequenza per chiederci se per le economie emergenti vi sia una soglia nel rapporto tra debito estero e Pnl oltre la quale il rischio di sperimentare sintomi estremi di propensione a ripudiare il rischio si alzi bruscamente. (Ma questo sarà solo un primo passo perché, come vedremo, differenti livelli di propensione a ripudiare il debito comportano soglie molto differenti per numerosi paesi.) In particolare, è emerso che la storia dei vari paesi in tema di rimborso del debito e di inflazione ha una considerevole importanza: quanto peggiori le vicende passate, tanto minore la capacità di tollerare il debito. Oltre la metà delle osservazioni relative ai paesi con una storia di affidabilità creditizia cade a livelli del rapporto tra debito estero e Pnl inferiori al 35 per cento (il 47 per cento

delle osservazioni cade al di sotto del 30 per cento). Al contrario, per i paesi con una storia creditizia relativamente macchiata, la maggior parte delle osservazioni cade a livelli del rapporto tra debito estero e Pnl superiori al 40 per cento. Già dalle tabelle 2.1 e 2.2, e senza tener conto di fattori di propensione a ripudiare il debito specifici di singoli paesi, si può vedere che quando i livelli di indebitamento estero dei mercati emergenti salgono al di sopra del 30-35 per cento del Pnl i rischi che si verifichi un evento creditizio incominciano a crescere in modo considerevole.<sup>6</sup>

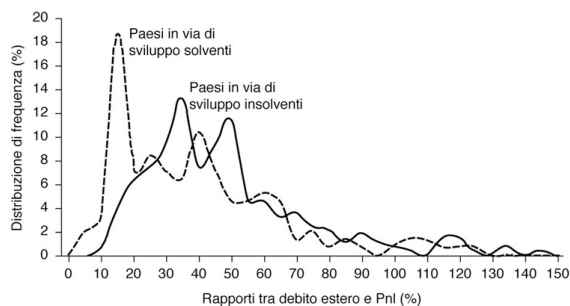


Figura 2.1. Rapporti tra debito estero e Pnl: paesi insolventi e non, 1970-2008

Fonti: Reinhart, Rogoff e Savastano (2003a), aggiornato in base a Fondo monetario internazionale, *World Economic Outlook* e Banca mondiale, *Global Development Finance* (vari anni).

## Misurare la vulnerabilità

Per rendere operativo il concetto di propensione a ripudiare il debito – cioè per trovare un modo per misurare quantitativamente la fragilità di un paese in termini di indebitamento estero – abbiamo preso in considerazione due indicatori: i rating nazionali riportati in *Institutional Investor* e il rapporto tra debito estero e Pnl (oppure tra debito estero ed esportazioni).

I rating di *Institutional Investor* (IIR), aggiornati due volte l'anno, si basano su informazioni raccolte attraverso un sondaggio da economisti e analisti di rischi nazionali presso primarie banche mondiali e società di intermediazione mobiliare. I rating classificano ciascun paese su una scala da zero a 100; un rating pari a 100 viene attribuito ai paesi che si ritiene abbiano la più bassa probabilità di andare in default sul debito pubblico.<sup>7</sup> Pertanto, si può costruire una variabile 100 meno IIR come proxy del rischio di default. Sfortunatamente, le misure del rischio di default basate sul mercato (per esempio, basate sulle quotazioni alle quali il debito di un paese viene trattato sui mercati secondari) sono disponibili soltanto per una gamma molto ristretta di paesi e per un

arco di tempo molto più breve.<sup>8</sup>

TABELLA 2.3

Rischio e debito. Panel pair wise per i paesi del panel, 1979-2007

| 100 - rating di <i>Institutional Investor</i> (IIR)            |       |
|----------------------------------------------------------------|-------|
| Correlazioni con il rapporto tra debito estero e Pil           |       |
| Intero campione di paesi in via di sviluppo                    | 0,56* |
| Africa                                                         | 0,33* |
| Asia, mercati emergenti                                        | 0,54* |
| Medio Oriente                                                  | 0,14* |
| Emisfero occidentale                                           | 0,45* |
| Correlazioni con il rapporto tra debito estero ed esportazioni |       |
| Intero campione di paesi in via di sviluppo                    | 0,69* |
| Africa                                                         | 0,56* |
| Asia, mercati emergenti                                        | 0,70* |
| Medio Oriente                                                  | 0,48* |
| Emisfero occidentale                                           | 0,47* |

Fonti: Reinhart, Rogoff e Savastano (2003a), aggiornato in base a Banca mondiale, *Global Development Finance* (vari anni) e *Institutional Investor*.

Note: L'asterisco (\*) indica che la correlazione è statisticamente significativa con un livello di affidabilità del 95 per cento.

Il secondo basilare indicatore di rilievo di un paese a rischio di cadere o ricadere in default sul debito estero è costituito dal debito estero totale diminuito alternativamente del Pnl e delle esportazioni. La particolare importanza che attribuiamo al debito estero totale (pubblico più privato) per cercare di identificare il debito sostenibile è dovuto al fatto che, storicamente, gran parte del debito pubblico nei mercati emergenti era estero, e la piccola parte di debito estero che era privato prima di una crisi diveniva spesso pubblico dopo l'evento.<sup>9</sup> (Più oltre, nel capitolo 8, amplieremo l'analisi includendovi il debito domestico, che è diventato particolarmente importante nella recentissima crisi a causa dell'ampio stock di debito pubblico domestico emesso dai governi di molti paesi emergenti all'inizio del decennio 2000-10, prima della crisi.) I dati sul debito domestico privato rimangono di difficile reperibilità.

La tabella 2.3, che espone le correlazioni a coppie (dati panel) tra i due rapporti relativi al debito e gli indicatori del rischio di *Institutional Investor* per un ampio campione di economie in via di sviluppo, pone anche in evidenza il fatto che le diverse misure del rischio presentano una configurazione molto simile sia delle posizioni in graduatoria, in termini relativi, dei diversi paesi, sia della correlazione tra rischio e indebitamento. Come prevedibile, le correlazioni sono uniformemente

positive in tutti i raggruppamenti di paesi per aree geografiche, e nella maggior parte dei casi sono statisticamente significative.

## Club e regioni

Passiamo ora a utilizzare le componenti della propensione al ripudio del debito (IIR e ratios del debito estero) in un algoritmo a due fasi raffigurato in figura 2.2 per definire i «club» di debitori e le regioni di vulnerabilità. Iniziamo dal calcolo della media (47,6) e della deviazione standard (25,9) dei rating relativi a novanta paesi per i quali *Institutional Investor* ha pubblicato i dati per il periodo 1979-2007, e utilizziamo poi questi indicatori per raggruppare i paesi, a grandi linee, in tre club. I paesi che nel periodo 1979-2007 hanno avuto un IIR medio pari o superiore a 73,5 (la media più la deviazione standard) formano il club A, un club che comprende i paesi che possono contare su un accesso virtualmente continuo al mercato dei capitali, cioè tutte le economie avanzate. Come testimonia la loro storia in tema di rispetto degli impegni di rimborso (vedi capitolo 8), questi paesi sono quelli con la più bassa propensione a ripudiare il debito. All'estremo opposto troviamo il club C, che comprende i paesi il cui IIR medio è inferiore a 21,7 (la media meno la deviazione standard).<sup>10</sup> Questo club di «esclusi» è costituito da paesi le cui fonti primarie di finanziamento estero sono rappresentate da sussidi e prestiti ufficiali; i paesi che ne fanno parte hanno una propensione al ripudio del debito così alta che i mercati offrono loro solo sporadicamente l'opportunità di indebitarsi. I paesi restanti fanno parte del club B, l'oggetto principale della nostra analisi, e mostrano vari gradi di vulnerabilità a causa della propensione al ripudio del debito. Questi paesi occupano la regione «indeterminata» dei modelli teorici del debito, la regione in cui il rischio di default è significativo e in cui una serie incontrollata di eventi può innescare una crisi. (Torneremo molte volte sul punto di come sia i paesi sia le banche possano essere vulnerabili al venir meno della fiducia dei creditori, specialmente quando dipendono da finanziamenti a breve termine in forma di prestiti o depositi.) Il club B è grande e comprende sia i paesi che sono sul punto di essere «promossi» sia quelli che possono essere sull'orlo del default. Per questo gruppo intermedio di paesi – la cui propensione a ripudiare il debito non è così alta da escluderli dai mercati creditizi – il rapporto di indebitamento influenza ovviamente il loro livello di rischio.



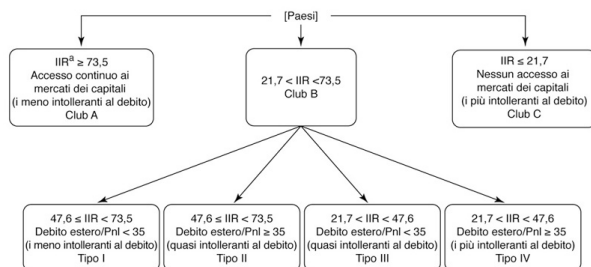


Figura 2.2. Definizione dei club dei debitori e delle regioni di propensione al ripudio del debito estero.

<sup>3</sup>IIR, valore medio a lungo termine dei rating attribuiti da *Institutional Investor*.

Poi, nella seconda fase, utilizziamo l'algoritmo per suddividere ulteriormente l'indeterminato club B in quattro gruppi che vanno dal meno vulnerabile al più vulnerabile ai sintomi della propensione al ripudio del debito. Il gruppo meno vulnerabile (tipo I) comprende i paesi con un IIR medio nel periodo 1979-2007 al di sopra della media (47,6) ma inferiore a 73,5 e un rapporto tra debito estero e Pnl inferiore al 35 per cento (una soglia che, come abbiamo visto, include più della metà delle osservazioni per i paesi non insolventi nel periodo 1970-2008). Il gruppo successivo (tipo II) comprende i paesi con un IIR sopra la media ma con un rapporto tra debito estero e Pnl superiore al 35 per cento. Questo è il secondo gruppo meno vulnerabile, cioè il gruppo che ha la seconda minore probabilità di incorrere in una crisi del debito estero. Al gruppo che segue (tipo III) appartengono i paesi con un IIR sotto la media ma superiore a 21,7 e un debito estero inferiore al 35 per cento del Pnl. Infine, il gruppo con la maggiore propensione a ripudiare il debito – il più vulnerabile a una crisi del debito estero – è costituito da quei paesi (tipo IV) con un IIR al di sotto della media e livelli di debito estero superiori al 35 per cento del Pnl. I paesi che appartengono al gruppo di tipo IV possono facilmente retrocedere nel club di quelli che non hanno accesso al credito internazionale. Per esempio, all'inizio del 2000 l'IIR dell'Argentina era pari a circa 44 e il suo rapporto tra debito estero e Pnl era al 51 per cento, facendola rientrare tra i paesi del tipo IV. Ma alla fine del 2003 il rating dell'Argentina era sceso a circa 15, indicando che il paese era retrocesso nel club C. Come vedremo (capitolo 17), non è facile essere promossi nei club con rating più alti; infatti, il passaggio di un paese dal club B al club A può richiedere molti decenni di impeccabile adempimento degli impegni di rimborso e di mantenimento del debito a livelli stabilmente bassi. Perdere il favore dei mercati (scendere a un livello più basso di propensione a ripudiare il debito) non è un fenomeno nuovo. Resta da vedere se dopo la recentissima crisi il club A

perderà qualche membro.

La conclusione più immediata che si può trarre dalle definizioni e dai raggruppamenti che abbiamo presentato è che i paesi che hanno una storia di fragilità istituzionale che li porta a cadere ripetutamente in default (come evidenziato da bassi rating IIR) tendono a essere molto esposti al rischio di avvertire «sintomi» di propensione a ripudiare il debito anche a livelli di indebitamento relativamente bassi. Ma sia la vulnerabilità del «paziente» al debito sia la «dose» del debito concorrono a determinare il rischio denunciato dai sintomi (il default).

## Riflessioni sulla propensione al ripudio del debito

Il nostro lavoro ci ha portato a evidenziare uno spiacevole dato di fatto, e cioè che una volta che un paese diventa ripetutamente insolvente, mantiene un livello alto e persistente di propensione a ripudiare il debito. Tutti i paesi possono essere promossi, ma al termine di un processo che generalmente non è né veloce né facile. Senza il concorso di un supporto politico esterno (come, per esempio, l'Unione europea per paesi come la Grecia e il Portogallo), la guarigione può richiedere decenni o persino secoli. Nel momento in cui scriviamo, anche il ricorso a un meccanismo di ancoraggio politico esterno deve essere considerato come una promettente terapia sperimentale per superare la propensione al ripudio del debito, non come una cura definitiva.

Le implicazioni della propensione al ripudio del debito sono certamente poco incoraggianti per i test di sostenibilità volti a verificare se, sulla base di ragionevoli ipotesi in ordine alla crescita e ai tassi di interesse mondiali, un paese può essere ritenuto in grado di sopportare il peso del proprio debito estero. Questi test di sostenibilità sono comuni, per esempio, per calcolare di quanto è necessario ridurre l'indebitamento di un paese che è un debitore problematico, affinché sia in grado di far fronte al debito residuo. Il non tener conto della propensione al ripudio del debito porta a sottovalutare con quanta facilità shock inattesi possano provocare una caduta della fiducia dei mercati – oppure il venir meno della volontà di rimborsare il debito – e quindi un altro default.

Un paese può, alla fine, superare la propensione al ripudio del debito? Oppure un paese con fragili strutture interne che lo rendono affetto da sindrome da ripudio del debito è destinato a seguire una traiettoria di minore crescita e più alta incostanza macroeconomica? In una qualche misura, la risposta alla seconda domanda deve essere sì, ma un accesso ai mercati internazionali dei capitali soggetto a rigorosi vincoli va visto più come un sintomo che una causa della malattia.

Il vero ostacolo è rappresentato dalle carenze istituzionali che

rendono un paese inadempiente al debito. Il problema di fondo è di triplice natura:

- Primo, per spiegare le differenze nei redditi pro capite tra i diversi paesi gli studi empirici moderni sullo sviluppo attribuiscono ai fattori qualitativi come le istituzioni, la corruzione e la governance un'importanza molto maggiore che non alle differenze nei rapporti tra capitale e lavoro.
- Secondo, i metodi quantitativi inducono a ritenere che anche i benefici da frazionamento del rischio per l'integrazione dei mercati dei capitali possano essere relativamente modesti. (Per «integrazione dei mercati dei capitali» intendiamo l'integrazione di fatto e di diritto dei mercati finanziari di un paese con il resto del mondo. Per «benefici da frazionamento del rischio» intendiamo i benefici in termini di minore incostanza dei consumi.) Si noti, inoltre, che questi risultati si riferiscono a un mondo idealizzato in cui non ci si deve preoccupare dell'ingiustificata instabilità macroeconomica indotta dalla politica, dalle carenze delle normative sulle banche nazionali, dalla corruzione o (non meno importanti) dalle politiche che distorcono gli afflussi di capitale a vantaggio dell'indebitamento a breve termine.<sup>11</sup>
- Terzo, dall'evidenza empirica emerge che i flussi di capitale diretti verso le economie di mercato emergenti sono marcatamente prociclici (cioè sono più alti quando l'economia è in fase di espansione e più bassi quando l'economia è in recessione). Gli afflussi di capitale prociclici, a loro volta, possono rinforzare la tendenza delle politiche macroeconomiche di questi paesi a essere anch'esse procicliche. Il fatto che gli afflussi di capitale crollino durante una recessione è probabilmente la ragione principale per cui i mercati emergenti, a differenza dei paesi ricchi, sono spesso costretti ad adottare politiche fiscali e monetarie più severe nel corso di una recessione, accentuandola.<sup>12</sup> Presumibilmente, un accesso limitato ma stabile al mercato dei capitali darebbe risultati più positivi in termini di miglioramento del benessere rispetto all'alternanza di boom e di crolli che così spesso osserviamo. Pertanto, l'opinione profondamente radicata che il percorso di crescita di un'economia emergente sarebbe frenato dal limitato accesso all'indebitamento non è più così convincente come si riteneva in passato

Peraltro, la letteratura accademica prima menzionata non distingue nettamente tra i differenti tipi di flussi di capitale – per esempio, debito, partecipazioni azionarie e investimenti diretti esteri (Ide) –

oppure tra il debito a lungo termine e quello a breve termine. Naturalmente, i responsabili della politica economica sono molto interessati, e a ragione, alla specifica forma in cui avvengono i flussi internazionali, e generalmente si ritiene che gli Ide abbiano caratteristiche che li rendano preferibili rispetto al debito (gli Ide tendono a essere meno volatili e a generare benefici indiretti come il trasferimento di tecnologie).<sup>13</sup> In generale, condividiamo l'opinione che gli Ide e gli investimenti azionari siano in qualche misura meno problematici del debito, ma senza sovrastimarne i vantaggi. In pratica, i tre tipi di afflussi di capitale sono spesso interconnessi (per esempio, spesso le imprese estere trasferiscono fondi liquidi in un paese prima di procedere effettivamente all'acquisizione di un impianto). Inoltre, i contratti derivati possono rendere incerti i confini tra le tre categorie. Anche il più zelante istituto di statistica può trovare difficile separare accuratamente i differenti tipi di afflusso di capitali esteri (per non menzionare il fatto che, nel dubbio, alcuni paesi preferiscono classificare un particolare investimento come Ide per sembrare meno vulnerabili). Pur con queste precisazioni, continuiamo tuttavia a ritenere che i governi dei paesi avanzati possano fare di più per scoraggiare un'eccessiva dipendenza da debito rischioso non indicizzato rispetto ad altre forme di flussi di capitale.<sup>14</sup> È opportuno sottolineare, infine, che il debito a breve termine – che viene tipicamente considerato il più problematico in quanto può determinare un'accelerazione delle crisi del debito – facilita gli scambi commerciali ed è in una certa misura necessario per consentire agli operatori privati di attuare strategie di copertura del rischio. Naturalmente, un'ulteriore considerazione che può essere formulata ri riguardo a questo argomento è che, probabilmente, sarebbe possibile fruire di gran parte dei benefici connessi all'accesso ai mercati dei capitali anche con livelli relativamente modesti del rapporto tra debito e Pnl.

Tutto considerato, la propensione al ripudio del debito non deve comportare necessariamente conseguenze deleterie per lo sviluppo e la stabilità macroeconomica, ma costituisce comunque un serio ostacolo. Tuttavia, l'evidenza sui default seriali presentata in questo libro induce a ritenere che per superare la propensione al ripudio del debito i responsabili della politica economica debbano essere propensi a mantenere basso il livello del debito per estesi periodi di tempo, avviando nel frattempo profonde riforme strutturali per assicurare che i paesi possano infine sopportare un maggior peso del debito senza manifestare intolleranza. Quanto detto non vale solo per il debito estero, ma anche per il ricorrente problema del debito pubblico domestico. I responsabili della politica economica, pressati dalle

urgenze del breve termine, continueranno ancora a scegliere di esporsi a un debito molto rischioso e i mercati glielo consentiranno a un costo adeguato. Ma la comprensione del problema di fondo dovrebbe almeno orientare i cittadini di un paese, oltre alle istituzioni finanziarie internazionali e alla più ampia comunità internazionale, a prendere le loro decisioni.

A nostro avviso, promuovere una migliore comprensione del problema del default ricorrente sul debito estero è essenziale per elaborare migliori politiche economiche nazionali e internazionali ai fini della prevenzione e della soluzione delle crisi. Sebbene siano necessarie ulteriori ricerche, riteniamo che si possa fondatamente sostenere che la propensione al ripudio del debito possa essere sistematicamente identificata sulla base di un numero relativamente piccolo di variabili, rappresentate principalmente dagli episodi di default e di elevata inflazione che si riscontrano nella storia di un determinato paese. I paesi che manifestano propensione a ripudiare il debito hanno soglie sorprendentemente basse per il debito estero, al cui superamento i rischi di default o ristrutturazione del debito diventano considerevoli. Con l'esplosione dell'indebitamento domestico verificatasi all'inizio del XXI secolo, sulla quale in questo libro presentiamo nuovi dati, le soglie per il debito estero sono quasi certamente diminuite anche rispetto ai già bassi livelli del decennio precedente, come vedremo nel capitolo 11. I primi risultati da noi ottenuti sembrano indicare che gli stessi fattori che determinano la propensione al ripudio del debito estero, per non accennare ad altre manifestazioni di propensione a ripudiare il debito come il passaggio della valuta nazionale al dollaro (sostituzione di fatto o di diritto della moneta nazionale con una valuta estera nelle transazioni o nell'indicizzazione degli strumenti finanziari), influiranno probabilmente in modo considerevole anche sulla propensione a ripudiare il debito nazionale.

Infine, sebbene i paesi con intolleranza al debito abbiano assoluto bisogno di trovare il modo di far scendere il loro rapporto tra debito e Pnl a livelli di maggiore sicurezza, farlo non è certo facile. Storicamente, i casi di paesi che sono riusciti a uscire da una situazione di elevati rapporti tra debito estero e Pnl, grazie o a una rapida crescita o all'effettuazione di rimborsi consistenti per un esteso periodo di tempo, hanno rappresentato per lo più un'eccezione.<sup>15</sup> Tra i paesi emergenti, la riduzione per importi rilevanti del debito estero è stata conseguita, nella maggior parte dei casi, attraverso la ristrutturazione del debito o il default. Il mancato riconoscimento della difficoltà di uscire da una situazione di elevata propensione a ripudiare il debito soltanto attraverso lo sviluppo e una graduale riduzione del rapporto

tra debito e Pnl è uno dei più gravi errori che inficiano molti sistemi di calcolo standard utilizzati sia dal settore privato sia da analisti ufficiali durante le crisi del debito.

Nel momento in cui scriviamo, molti paesi emergenti stanno adottando pacchetti fiscali di stimolo simili agli interventi in corso nelle economie avanzate per rilanciare le loro economie. La nostra analisi suggerisce che, in «odore» di propensione al ripudio del debito, queste misure devono essere valutate con prudenza, perché l'ampliamento dei deficit lascia tali paesi nella scomoda situazione di essere vicini a soglie di rischio che sono state associate a gravi difficoltà nella capacità di assicurare il servizio del debito. Nel prossimo futuro, non appena la crisi finanziaria dell'ultima parte del decennio in corso si sarà attenuata, una delle sfide da affrontare consisterà nel trovare i modi per far affluire capitali in paesi che manifestano propensione a ripudiare il debito in forme diverse dal debito, per evitare che il ciclo si ripeta per un altro secolo.

### 3. Un database globale sulle crisi finanziarie in una prospettiva a lungo termine

*È ragionevole attendersi che, con almeno 250 episodi di default del debito estero sovrano nel periodo 1800-2009 e almeno 68 casi di default sul debito pubblico domestico, sia relativamente facile trovare sull'indebitamento del settore pubblico delle serie temporali di dati esaurienti ed estese a lunghi periodi di tempo. Invece non è così; anzi, è vero il contrario. L'indebitamento pubblico è una tra le serie economiche temporali più sfuggenti.*

Dopo aver definito le crisi e svolto una prima fase dell'analisi della vulnerabilità ai default seriali, passiamo adesso alla parte centrale del volume, l'insieme di dati. È a questa miniera di informazioni che abbiamo attinto in vari modi per spiegare gli eventi. In questo capitolo presentiamo una descrizione a grandi linee dell'ampio database utilizzato in questo studio e ne valutiamo le fonti principali, i punti di forza e i limiti. Ulteriore documentazione sui suoi contenuti e numerose fonti relative a singole serie temporali classificate per paese e per periodo di riferimento sono indicate nelle appendici A.1 e A.2, dedicate, rispettivamente, alle serie macroeconomiche temporali utilizzate e ai dati sul debito pubblico (che, insieme, costituiscono la parte più importante della nostra analisi).

Questo capitolo è strutturato come segue. Il primo paragrafo contiene un compendio della famiglia di serie temporali elaborate attingendo a varie importanti fonti, generalmente ben note. Tali serie includono i prezzi, i tassi di cambio moderni (e quelli del passato, che si basavano sui metalli preziosi), il Pil reale e le esportazioni. Per il periodo più recente, i dati sono reperibili principalmente in database correnti di grandi dimensioni. Per i dati sui periodi più lontani nel tempo ci siamo avvalsi di fonti dovute a singoli studiosi o a gruppi di studiosi.<sup>1</sup> Passiamo quindi a descrivere i dati più eterogenei quanto alle fonti o alle metodologie. Si tratta di serie sulla finanza pubblica e di singoli tentativi di costruire fonti di contabilità nazionale, con particolare riguardo al Pil in termini nominali e reali, specialmente prima del 1900. Gli ultimi due paragrafi sono dedicati alla descrizione circostanziata della creazione e delle caratteristiche di un database internazionale sul debito pubblico che abbraccia un arco di molti secoli, nonché all'illustrazione dei vari episodi e misurazioni delle crisi economiche. Queste comprendono i default sul debito domestico ed estero, le crisi inflazionistiche e bancarie, le crisi valutarie e le

svalutazioni monetarie. La costruzione del database sul debito pubblico domestico ed estero può essere meglio descritta come un'attività più simile all'archeologia che all'economia. La compilazione dell'elenco degli episodi di crisi ha comportato sia l'applicazione meccanica di criteri empirici per la datazione delle crisi sia il ricorso a giudizi arbitrari sull'interpretazione di eventi storici descritti dalla stampa finanziaria e dagli studiosi nelle fonti cui abbiamo attinto e che abbracciano un periodo di oltre tre secoli.

## Prezzi, tassi di cambio, svalutazioni monetarie e Pil reale

### *Prezzi*

In questa analisi la nostra principale aspirazione è documentare l'incidenza e la grandezza delle varie forme di espropriazione o di default nel corso dei secoli. Uno studio come questo non sarebbe completo se non tenesse conto dell'espropriazione attraverso l'inflazione. Con l'avvento della moneta cartacea, l'inflazione è diventata la versione moderna della tosatura delle monete, cioè della sistematica riduzione del grado di finezza delle monete metalliche che rappresentava uno dei modi preferiti dai monarchi per incamerare risorse prima dello sviluppo della stampa. Per misurare l'inflazione abbiamo utilizzato generalmente gli indici dei prezzi al consumo oppure, per approssimazione, gli indici del costo della vita. Per il periodo più recente, le nostre fonti di dati sono soprattutto i database correnti del Fondo monetario internazionale: *International Financial Statistics* (IFS) e *World Economic Outlook* (WEO). Per il periodo antecedente alla Seconda guerra mondiale (a partire in genere dall'inizio del 1900 oppure dall'ultima parte del 1800) le fonti principali sono *Global Financial Data* (GFD), vari studi di Williamson<sup>2</sup> e l'*Oxford Latin American Economic History Database* (OXLAD).<sup>3</sup>

Per i periodi più lontani nel tempo degli otto secoli abbracciati dalla nostra analisi, ci siamo avvalsi del meticoloso lavoro di storici dell'economia che hanno costruito i predetti indici dei prezzi voce per voce, il più delle volte con riferimento alle città piuttosto che ai paesi, utilizzando fonti primarie. A tale proposito, gli studiosi che hanno partecipato al progetto Global Price and Income History Group dell'Università della California a Davis e i loro omologhi dell'Internationaal Instituut voor Sociale Geschiedenis di Amsterdam sono stati una preziosa fonte di dati sui prezzi in Asia e in Europa.<sup>4</sup> Anche in questo caso, i riferimenti completi, con l'indicazione degli autori, degli studi sopra menzionati sono contenuti nelle appendici statistiche e nella bibliografia. Per l'America coloniale, i dati relativi



agli Stati Uniti sono tratti da *Historical Statistics of the United States* (HSCUS, recentemente aggiornate), mentre Economic History Data Desk: Economic History of Latin America, the United States and the New World, 1500-1900 di Richard Garner è la fonte di riferimento per le principali città dell'America latina.<sup>5</sup>

#### *Metodologia utilizzata per la costruzione degli indici dei prezzi al consumo*

Quando per un determinato paese è disponibile più di un indice dei prezzi, utilizziamo la media semplice. Questo approccio è particolarmente utile quando esistono serie di prezzi per più di una città dello stesso paese, come per i dati anteriori al 1800. Quando non è disponibile alcun indice dei prezzi al consumo, ricorriamo agli indici dei prezzi all'ingrosso oppure a quelli dei prezzi alla produzione (come, per esempio, per la Cina nel 1800 e per gli Stati Uniti nel decennio 1720-30). In assenza di qualsiasi indice composito, per i dati mancanti utilizziamo i prezzi di singole merci, rappresentati il più delle volte dai prezzi del grano in Europa e del riso in Asia. Ci rendiamo conto che quello di una singola merce (anche se è la più importante) è un prezzo relativo anziché l'aggregato che cerchiamo, e pertanto se per un determinato anno disponiamo almeno di una serie di prezzi al consumo (o del costo della vita) e del prezzo del grano (o del riso), non ne facciamo la media ma utilizziamo soltanto l'indice dei prezzi composito. Infine, dal 1980 in poi il *World Economic Outlook* del Fondo monetario internazionale prevale su tutte le altre fonti, perché è basato su criteri uniformi.

#### *Tassi di cambio, antichi e moderni, e svalutazioni monetarie*

La svalutazione della moneta è, naturalmente, ancella dell'inflazione. Per il periodo successivo alla Seconda guerra mondiale, le nostre fonti principali sui tassi di cambio sono IFS per i tassi ufficiali e *Pick's Currency Yearbooks* per i tassi di mercato, così come quantificati e dettagliatamente documentati da Reinhart e Rogoff.<sup>6</sup> Per il periodo moderno antecedente alla guerra, le fonti principali sono GFD, OXLAD, HSCUS e gli *Annual Reports* della Società delle nazioni. Tali fonti sono talvolta integrate con fonti accademiche riferite a singoli paesi, come esposto nell'appendice A.1. Meno recenti sono i dati relativi ai tassi di cambio di alcune monete europee per il periodo che va dall'ultima parte del 1600 alla prima parte del 1800, tratti da *Course of Exchange* di John Castaing, pubblicato due volte alla settimana (il martedì e il venerdì) a cominciare dal 1698 e all'incirca per tutto il secolo successivo.<sup>7</sup>

Abbiamo calcolato (in modo rudimentale) i tassi di cambio «basati

sull'argento» mediante le serie temporali elaborate principalmente da Robert Allen e Richard Unger, che hanno costruito serie annue continue sul contenuto in argento delle monete per diversi paesi europei (per altre fonti, vedi le singole tabelle riportate nelle appendici statistiche, che contengono anche l'indicazione degli autori).<sup>8</sup> Le serie più antiche, per l'Italia e l'Inghilterra, iniziano dalla metà del XIII secolo. Come illustrato nell'appendice A.1.4, abbiamo utilizzato queste serie per stabilire le date e per quantificare le «crisi da svilimento della moneta», antesignane delle moderne svalutazioni, catalogate e trattate nel capitolo 11.

### *Pil reale*

Per mantenere l'omogeneità nella massima misura possibile per un così ampio campione di paesi e in un arco di tempo di circa duecento anni, abbiamo utilizzato come fonte primaria i dati di Angus Maddison, che abbracciano il periodo 1820-2003 (a seconda dei paesi) e la loro versione aggiornata al 2008 dal Groningen Growth and Development Centre's Total Economy Database (TED).<sup>9</sup> Il Pil è calcolato in base alle parità del potere di acquisto (PPA) nel 1990.<sup>10</sup> TED comprende, tra l'altro, serie sui livelli del Pil reale, sulla popolazione e sul Pil pro capite per ben 125 paesi dal 1950 a oggi. Questi paesi rappresentano circa il 96 per cento della popolazione mondiale. Se si considera però che i paesi più piccoli e più poveri non sono inclusi nel database, il campione rappresenta una quota ancora maggiore del Pil mondiale (99 per cento). Non abbiamo tentato di includere nel nostro studio misure aggregate dell'attività economica in termini reali prima del 1800.<sup>11</sup>

Per calcolare con continuità nel corso degli anni la quota del Pil mondiale di un determinato paese, abbiamo talvolta avvertito l'esigenza di interpolare i dati di Maddison. (Generalmente i dati del Pil interpolati sono stati usati soltanto per costruire pesi e percentuali del Pil mondiale. Non li abbiamo utilizzati per datare le crisi o per misurarne la dimensione.) Per la maggioranza dei paesi, il Pil viene riportato solo per taluni selezionati anni di riferimento (per esempio: 1820, 1850, 1870). L'interpolazione è stata effettuata in tre modi, che vanno dalla procedura migliore o preferita alla più rudimentale. Quando disponevamo dei dati effettivi sul Pil reale (da fonti ufficiali o di studiosi) per i periodi in cui i dati di Maddison risultavano mancanti e per i periodi per cui entrambe le serie erano disponibili, abbiamo sviluppato regressioni ausiliarie delle serie del Pil di Maddison sulle serie del Pil disponibili per ciascun paese, al fine di interpolare i dati mancanti. Ciò ci ha consentito di mantenere la confrontabilità tra paesi diversi, permettendoci di aggregare il Pil per aree geografiche o su base mondiale. Quando per riempire i vuoti non era disponibile alcuna altra

misura del Pil, abbiamo utilizzato le regressioni ausiliarie per collegare le misure del Pil di Maddison ad altri indicatori di attività economica, come per esempio un indice della produzione oppure, più spesso, le entrate dell'amministrazione centrale dello stato, per cui disponiamo di serie temporali continue a lungo termine.<sup>12</sup> Come ultimo rimedio, se non era disponibile alcun potenziale regressore, abbiamo utilizzato l'interpolazione per calcolare i dati mancanti nella serie di Maddison, assumendo un tasso di crescita annuo costante nell'intervallo tra gli anni di riferimento riportati. Sebbene questo metodo di interpolazione sia, naturalmente, inutile per individuare un qualsiasi andamento ciclico, fornisce pur sempre una ragionevole misura della quota del Pil mondiale di un determinato paese, perché generalmente tale quota non si modifica in modo sostanziale da un anno all'altro.

### *Esportazioni*

Com'è noto, i dati sulle esportazioni sono soggetti a cronici problemi di irregolarità nella fatturazione perché gli esportatori cercano di evadere le imposte, i controlli sui capitali e le restrizioni valutarie.<sup>13</sup> Tuttavia, i conti con l'estero sono generalmente disponibili per un periodo di tempo molto più lungo e con caratteristiche di maggiore uniformità rispetto ai dati sul Pil. Malgrado i problemi che derivano dalle irregolarità nelle fatturazioni, i conti con l'estero sono generalmente considerati più attendibili della maggior parte delle altre serie di dati macroeconomici. Le serie di dati sulle esportazioni relative al periodo postbellico sono state attinte dal Fondo monetario internazionale (Fmi), mentre i dati relativi ai periodi precedenti provengono principalmente da GFD e OXLAD. I database principali sono stati integrati con le statistiche storiche ufficiali e i vari studi accademici elencati nell'appendice A.1. Le bilance commerciali forniscono una misura approssimata del ciclo dei flussi di capitale di un determinato paese, specialmente per i periodi più lontani, per i quali non esistono dati sulle bilance dei movimenti di capitale. Abbiamo utilizzato le esportazioni anche per valutare la dimensione del debito, in particolare del debito estero.

## Finanza pubblica e contabilità nazionale

### *Finanza pubblica*

I dati sulla finanza pubblica sono tratti principalmente da Mitchell per il periodo precedente il 1963 e da Kaminsky, Reinhart e Végh e da altre fonti citate da questi ultimi per il periodo successivo.<sup>14</sup> I siti internet

delle banche centrali e dei ministeri delle finanze dei molti paesi che fanno parte del nostro campione sono la fonte dei dati più aggiornati. Per molti paesi del campione, specialmente africani e asiatici, le serie temporali sulle entrate e uscite dell'amministrazione centrale dello stato risalgono fino al periodo coloniale. I dettagli sulle fonti per i singoli paesi sono contenuti in appendice nella tabella A.1.7. In quasi tutti i casi, i dati di Mitchell sono disponibili a partire dal 1800 e ci consentono di calcolare i rapporti tra debito ed entrate per molte delle crisi più lontane nel tempo.

Lo European State Finance Database, che raccoglie dati forniti da molti autori, è una fonte eccellente per i maggiori paesi europei per il periodo antecedente al 1800, poiché espone in considerevole dettaglio dati sulle entrate e sulle uscite degli stati, con ampi riferimenti bibliografici.

### *Contabilità nazionale*

Oltre alle fonti standard, come il Fmi, le Nazioni unite e la Banca mondiale, che forniscono dati sulla contabilità nazionale per il periodo successivo alla Seconda guerra mondiale (a partire da anni diversi a seconda dei paesi), per il periodo precedente abbiamo consultato altri database internazionali come OXLAD. Come per altre serie temporali utilizzate in questo studio, le serie relative alle contabilità nazionali (in genere per il periodo anteriore alla Prima guerra mondiale) si basano sui lavori di molti studiosi in tutto il mondo, come Brahmananda per l'India, Yousef per l'Egitto e Baptista per la Venezuela.<sup>15</sup>

## Il debito pubblico e la sua composizione

Come sottolineato in precedenza, reperire dati sul debito pubblico domestico è notevolmente difficile. Ancora più problematico, come era da aspettarsi, è il reperimento di dati sui default sul debito domestico. In questo volume abbiamo catalogato più di settanta casi di default conclamato sul debito domestico a far tempo dall'inizio del 1800. Tuttavia, è probabile che anche questo numero sia considerevolmente inferiore alla realtà.<sup>16</sup>

Per le economie avanzate, la fonte più completa è l'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (Ocse), che fornisce serie temporali sull'indebitamento pubblico a partire dal 1980. Tuttavia, questi dati hanno diversi importanti limiti. Comprendono solo pochi mercati emergenti. Per molte economie avanzate (Grecia, Finlandia, Francia e Regno Unito, per citarne alcune), i dati sono effettivamente disponibili solo a cominciare dagli anni novanta, e quindi le serie di

dati Ocse sul debito pubblico abbracciano un periodo di tempo relativamente breve. Inoltre, viene riportato solo il debito totale, senza alcuna specificazione sulla composizione del debito (domestico o estero) o sulla scadenza (a lungo o a breve termine). Analogamente, considerare il ben noto database del Fmi *World Economic Outlook* come una fonte utile per il debito pubblico richiede uno sforzo di immaginazione.<sup>17</sup> I dati vengono forniti solo per i paesi del G7 (rispetto ai 180 paesi inclusi nelle statistiche di WEO) e soltanto dal 1980 in poi.

I dati più esaurienti sul debito pubblico provengono dal *Global Development Finance* (GDF, in precedenza denominato *World Debt Tables*) della Banca mondiale. Questa fonte rappresenta un miglioramento rispetto agli altri database, in quanto inizia (per la maggior parte dei paesi) dal 1970 e fornisce ampi dettagli su aspetti specifici del debito estero. Tuttavia, anche GDF ha seri limiti. Nel database non sono incluse le economie avanzate (né lo sono i paesi di nuova industrializzazione come Israele, la Corea o Singapore), e ciò non facilita i confronti. A differenza dei dati del Fmi e della Banca mondiale su tassi di cambio, prezzi, finanza pubblica e così via, il database non contiene alcun dato anteriore al 1970. In ultimo, ma non certo per importanza, questi dati si riferiscono soltanto al debito estero. Per pochi paesi, come la Costa d'Avorio o Panama, il debito estero è un dato statistico sufficiente come espressione del passivo dello stato, in quanto i livelli del debito pubblico domestico sono, in termini relativi, molto modesti. Tuttavia, come vedremo nel capitolo 7, nella maggior parte dei paesi il debito domestico costituisce una quota importante del debito pubblico totale. Nel periodo 1900-2007 la quota media riferita all'aggregato di tutti i paesi ha oscillato tra il 40 e l'80 per cento.<sup>18</sup>

Nella ricerca degli elusivi dati sul debito pubblico totale, abbiamo esaminato gli archivi del predecessore delle istituzioni mondiali, la Società delle nazioni, e abbiamo visto che il suo *Statistical Yearbook: 1926-44* conteneva informazioni, tra l'altro, sul debito pubblico domestico ed estero. Sebbene né il Fmi né la Banca mondiale abbiano proseguito la rilevazione di questi dati dopo la guerra, la neocostituita Organizzazione delle nazioni unite (Onu) ha ereditato i dati raccolti dalla Società delle nazioni e nel 1948 il suo dipartimento Affari economici ha pubblicato un volume speciale sul debito pubblico che abbraccia il periodo 1914-46. Da allora in poi, l'Onu ha continuato a raccogliere e pubblicare annualmente i dati sul debito domestico ed estero nel suo *Statistical Yearbook*, nello stesso formato usato dal suo predecessore d'anteguerra. Quando le colonie sono diventate nazioni indipendenti, il database è stato corrispondentemente ampliato. Questa prassi è stata seguita fino al 1983, quando le serie del debito pubblico domestico ed estero non vennero più aggiornate. Nel

complesso, queste fonti forniscono serie temporali che, nei casi più completi, abbracciano il periodo 1914-83 e comprendono le economie avanzate e quelle in via di sviluppo. Per lo più, in tali serie il debito domestico è disaggregato nelle componenti a lungo termine e a breve termine. Per quanto è a nostra conoscenza, questi dati non sono disponibili in formato elettronico in alcun database; per il loro reperimento è stato quindi necessario ricorrere alle pubblicazioni originarie. Questi dati rappresentano il punto di partenza delle nostre serie sul debito pubblico, che sono state estese (quando possibile) al periodo antecedente al 1914 e successivo al 1983.

Per i dati relativi al periodo antecedente al 1914 (tra cui molti paesi che allora erano colonie) abbiamo consultato numerose fonti, rappresentate sia da istituti statistici ed enti statali di singoli paesi sia da singoli studiosi.<sup>19</sup> L'appendice A.2 contiene informazioni di dettaglio sulle fonti per paese e per periodo di tempo. Nei casi in cui non erano disponibili dati sul debito pubblico per il periodo antecedente al 1914, abbiamo stimato in via di approssimazione l'entità del debito estero ricostruendo il debito sulla base delle singole operazioni di emissione di prestiti internazionali. I dati su queste emissioni obbligazionarie (non assistite da garanzie reali o da *assets*) forniscono anche una misura approssimata degli afflussi internazionali lordi di capitale. Molti dati provengono da studiosi, tra cui Miller, Wynne, Lindert e Morton, Marichal e altri ancora.<sup>20</sup> A partire da questi dati abbiamo costruito una serie del debito estero (che però non comprende il debito totale).<sup>21</sup> Questa elaborazione ci ha consentito di analizzare i rapporti standard del debito in corrispondenza con gli episodi di default di diverse nazioni latino-americane di recente indipendenza e della Grecia, nonché di default importanti come quello della Cina nel 1921 e quelli dell'Egitto e della Turchia nel decennio 1860-70 e in quello successivo. Questi dati sono di grande utilità per completare le serie temporali del debito per i periodi più lontani, quando i paesi hanno fatto ricorso per la prima volta ai mercati internazionali dei capitali. La loro utilità (come misure del debito) è fortemente influenzata da ripetuti default, cancellazioni e ristrutturazioni del debito che introducono incongruenze tra gli importi dei prestiti emessi e il conseguente ammontare del debito totale.<sup>22</sup>

Per alcuni paesi (o per le colonie nel periodo antecedente) per i quali disponiamo solo di dati relativamente recenti sul debito pubblico totale, ma abbiamo dati affidabili che vanno molto più indietro nel tempo sulle entrate e uscite dell'amministrazione centrale dello stato, abbiamo calcolato e cumulato i deficit di bilancio per pervenire a una stima approssimativa dello stock del debito.<sup>23</sup>

Per aggiornare i dati sul debito estero per il periodo successivo al

1983 abbiamo fatto ricorso soprattutto a GDF, il cui aggiornamento è stato facilitato da alcuni recenti pregevoli studi.<sup>24</sup> Notevole importanza rivestono, infine, le fonti statali ufficiali, che consentono di reperire sempre più facilmente i dati sul debito, spesso nell'ambito dello *Special Data Dissemination Standard* predisposto nel 1996 dal Fmi, collocato in bella evidenza sul suo sito internet.<sup>25</sup>

## Variabili globali

Definiamo due tipi di variabili come «globali». Le prime sono quelle la cui portata è genuinamente globale, come i prezzi mondiali delle merci. Il secondo tipo è costituito da alcuni fondamentali indicatori economici e finanziari, rilevati nei centri finanziari mondiali nel periodo 1800-2009, che hanno esercitato una reale influenza a livello globale (ne è un esempio, nei tempi moderni, il tasso d'interesse fissato dalla Federal Reserve degli Stati Uniti come obiettivo di politica monetaria). Per i prezzi delle merci, disponiamo di serie temporali a decorrere dall'ultima parte del 1700 da quattro diverse fonti principali (vedi appendice A.1). Gli indicatori economici chiave sono il deficit delle partite correnti, il Pil reale e nominale e i tassi di interesse a breve e a lungo termine del centro finanziario rilevante nel periodo considerato (il Regno Unito fino alla Prima guerra mondiale e successivamente gli Stati Uniti).

## I paesi del campione

La tabella 3.1 contiene l'elenco dei sessantasei paesi del campione. Ne fanno parte molte economie africane e asiatiche, mentre precedenti studi riferiti al medesimo periodo di tempo ne contenevano in genere non più di due per ciascuna area geografica. Nel complesso il database comprende tredici paesi africani, dodici paesi asiatici, diciannove paesi europei e diciotto paesi latino-americani, nonché l'America del Nord e l'Oceania. (Sono esclusi dal campione molti paesi tra i più poveri del mondo, che nel loro insieme non sono in grado di contrarre debiti significativi da operatori privati e che sono andati quasi tutti in default anche su prestiti intergovernativi fortemente agevolati. Questo è un interessante argomento per un altro studio, ma in questa sede siamo interessati principalmente ai flussi finanziari caratterizzati, almeno inizialmente, da una sostanziale componente di mercato.)<sup>26</sup>

Come si può vedere nell'ultima colonna della tabella 3.1, il campione di sessantasei paesi rappresenta circa il 90 per cento del Pil mondiale. Naturalmente molti paesi, in particolare africani e asiatici, sono

diventati nazioni indipendenti solo in un'epoca relativamente recente (vedi colonna 2). Questi paesi di recente indipendenza non sono stati esposti al rischio di default così a lungo come, per esempio, quelli dell'America latina, e dobbiamo quindi tenere conto di questo aspetto per rendere omogenei i confronti tra i diversi paesi.

Nella tabella 3.1 sono segnalati con un asterisco i paesi del campione che possono essere considerati «vergini» in fatto di default, in quanto non ne hanno mai avuto esperienza, almeno nel senso più ristretto che non hanno dichiarato nemmeno una volta default o ristrutturato il debito estero. Tra questi spicca un gruppo di nazioni anglofone ad alto reddito, e cioè l'Australia, il Canada, la Nuova Zelanda e gli Stati Uniti. (La madrepatria, l'Inghilterra, è andata in default nel lontano passato, come già rilevato.) Inoltre, nessun paese scandinavo – Danimarca, Finlandia, Norvegia e Svezia – ha mai dichiarato default, e neanche il Belgio e i Paesi Bassi. E in Asia, Hong Kong, Corea, Malaysia, Singapore, Taiwan e Thailandia non sono mai andati in default sul debito estero. Va detto, però, che due di questi paesi, la Corea e la Thailandia, sono riusciti a evitare l'insolvenza solo grazie a ingenti prestiti del Fmi durante l'ultima crisi del debito del decennio 1990-2000, ma hanno subito quasi le stesse conseguenze traumatiche tipiche di un paese in default. Tra i paesi asiatici immuni dal default, solo la Thailandia esisteva come stato indipendente prima della fine della Seconda guerra mondiale; altri si sono trovati in una situazione di rischio potenziale di default solo per un periodo relativamente breve. Se si tenesse conto anche del default o della ristrutturazione del debito pubblico domestico, il numero dei paesi «immacolati» si ridurrebbe in modo significativo, con l'esclusione dall'elenco, tra gli altri, degli Stati Uniti. Per esempio, l'abrogazione della «clausola oro» negli Stati Uniti nel 1933, che ha comportato il rimborso dei debiti pubblici in moneta cartacea anziché in oro, costituisce una ristrutturazione di quasi tutto il debito pubblico domestico. Infine, un paese africano, Mauritius, non ha mai dichiarato default né ristrutturato.

Merita rilevare che, in genere, i paesi che non sono mai andati in default hanno conseguito risultati molto positivi in termini di crescita economica. Ciò porta a porsi la domanda: «Alti tassi di sviluppo aiutano a evitare il default, oppure è l'aver evitato episodi di default che ha consentito di conseguire elevati tassi di crescita?». Certo, sono molti i casi in tutto il mondo in cui paesi che crescevano molto velocemente hanno iniziato ad avere difficoltà quando i loro tassi di crescita sono rallentati.

Naturalmente, i governi possono porre in essere un default parziale di fatto sul debito nominale in obbligazioni semplicemente attraverso un imprevisto forte aumento dell'inflazione, come vedremo nei capitoli



11 e 12. I governi dispongono di molti modi per mettere in atto un default parziale, e molti tipi di crisi finanziarie nel corso degli anni hanno tratto le loro caratteristiche peculiari dalle scelte operate dai governi su come finanziarsi e come andare in default. Il fatto che il debito pubblico possa essere un denominatore comune di molti diversi tipi di crisi sarà meglio chiarito quando ci occuperemo dei collegamenti tra le crisi, nel capitolo 16.

TABELLA 3.1

Quota del Pil mondiale dei singoli paesi 1910 e 1990

| Aree geografiche         |      | Quota del Pil mondiale (calcoli 1990 e 1910) |      |
|--------------------------|------|----------------------------------------------|------|
|                          |      | 1910                                         | 1990 |
| <i>Africa</i>            |      |                                              |      |
| Algeria                  | 1962 | 0,23                                         | 0,27 |
| Angola                   | 1975 | 0,00                                         | 0,03 |
| Costa d'Avorio           | 1960 | 0,00                                         | 0,06 |
| Egitto                   | 1831 | 0,40                                         | 0,53 |
| Kenia                    | 1963 | 0,00                                         | 0,10 |
| Marocco                  | 1956 | 0,13                                         | 0,24 |
| Mauritius*               | 1968 | 0,00                                         | 0,03 |
| Nigeria                  | 1960 | 0,00                                         | 0,40 |
| Repubblica Centrafricana | 1960 | 0,00                                         | 0,01 |
| Sud Africa               | 1910 | 0,36                                         | 0,54 |
| Tunisia                  | 1957 | 0,06                                         | 0,10 |
| Zambia                   | 1964 | 0,00                                         | 0,02 |
| Zimbabwe                 | 1965 | 0,00                                         | 0,05 |
| <i>Asia</i>              |      |                                              |      |
| Cina                     |      | 8,80                                         | 7,70 |
| Corea                    | 1945 | 0,34                                         | 1,38 |
| Filippine                | 1947 | 0,34                                         | 0,53 |
| Giappone                 |      | 2,62                                         | 8,57 |
| Hong Kong*               |      | n.d.                                         | n.d. |
| India                    | 1947 | 7,47                                         | 4,05 |
| Indonesia                | 1949 | 1,65                                         | 1,66 |
| Malaysia*                | 1957 | 0,10                                         | 0,33 |
| Myanmar                  | 1948 | 0,31                                         | 0,11 |
| Singapore                | 1965 | 0,02                                         | 0,16 |
| Thailandia*              | 1949 | 0,27                                         | 0,74 |
| Taiwan*                  |      | 0,09                                         | 0,94 |
| <i>Europa</i>            |      |                                              |      |
| Austria                  |      | 0,86                                         | 0,48 |
| Belgio*                  | 1830 | 1,18                                         | 0,63 |
| Danimarca*               |      | 0,43                                         | 0,35 |
| Finlandia*               | 1917 | 0,23                                         | 0,31 |
| Francia                  |      | 5,29                                         | 3,79 |
| Germania                 |      | 8,68                                         | 4,67 |
| Gran Bretagna            |      | 8,22                                         | 3,49 |
| Grecia                   | 1829 | 0,32                                         | 0,37 |
| Italia                   |      | 3,49                                         | 3,42 |
| Norvegia*                | 1905 | 0,22                                         | 0,29 |
| Paesi Bassi*             |      | 0,91                                         | 0,95 |
| Polonia                  | 1918 | 1,70                                         | 0,72 |

|                           |      |       |       |
|---------------------------|------|-------|-------|
| Portogallo                |      | 0,27  | 0,40  |
| Romania                   | 1878 | 0,80  | 0,30  |
| Russia                    |      | 8,50  | 4,25  |
| Spagna                    |      | 1,52  | 1,75  |
| Svezia*                   |      | 0,64  | 0,56  |
| Turchia                   |      | 0,67  | 1,13  |
| Ungheria                  | 1918 | 0,60  | 0,25  |
| <i>America latina</i>     |      |       |       |
| Argentina                 | 1816 | 1,06  | 0,78  |
| Bolivia                   | 1825 | 0,00  | 0,05  |
| Brasile                   | 1822 | 0,70  | 2,74  |
| Cile                      | 1818 | 0,38  | 0,31  |
| Colombia                  | 1819 | 0,23  | 0,59  |
| Costa Rica                | 1821 | 0,00  | 0,05  |
| Ecuador                   | 1830 | 0,00  | 0,15  |
| El Salvador               | 1821 | 0,00  | 0,04  |
| Guatemala                 | 1821 | 0,00  | 0,11  |
| Honduras                  | 1821 | 0,00  | 0,03  |
| Messico                   | 1821 | 0,95  | 1,91  |
| Nicaragua                 | 1821 | 0,00  | 0,02  |
| Panama                    | 1903 | 0,00  | 0,04  |
| Paraguay                  | 1811 | 0,00  | 0,05  |
| Perù                      | 1821 | 0,16  | 0,24  |
| Repubblica Dominicana     | 1845 | 0,00  | 0,06  |
| Uruguay                   | 1811 | 0,14  | 0,07  |
| Venezuela                 | 1830 | 0,12  | 0,59  |
| <i>America del Nord</i>   |      |       |       |
| Canada*                   | 1867 | 1,28  | 1,94  |
| Stati Uniti*              |      | 18,93 | 21,41 |
| <i>Oceania</i>            |      |       |       |
| Australia*                | 1901 | 0,91  | 1,07  |
| Nuova Zelanda*            | 1907 | 0,21  | 0,17  |
| Totale campione: 66 paesi |      | 93,04 | 89,24 |

Fonti: Correlates of War (s.d.), Maddison (2004).

Note: L'asterisco (\*) denota assenza di episodi di default o ristrutturazione del debito estero sovrano. n.d., non disponibile. Diversi paesi che non sono andati in default sul debito estero (come gli Stati Uniti) non sono riusciti a evitare il default o la ristrutturazione del debito domestico (vedi capitolo 7).

## SECONDA PARTE

### Crisi del debito estero sovrano

La maggior parte dei paesi, in tutte le aree geografiche, ha attraversato una prolungata fase di insolvenze ricorrenti sul debito detenuto da non residenti.

#### 4. Una digressione sulle basi teoriche delle crisi del debito

In questo libro abbiamo catalogato centinaia di episodi in cui nazioni sovrane sono andate in default sui prestiti contratti con creditori esteri. Queste «crisi del debito» vanno dai default sui prestiti concessi dai banchieri fiorentini intorno alla metà del XIV secolo a Edoardo III d'Inghilterra a quelli sugli ingenti prestiti concessi (prevalentemente) dai banchieri di New York all'America latina nel corso degli anni settanta del secolo scorso. Perché, apparentemente, i paesi rimangono così spesso senza soldi? O li finiscono per davvero?

È ben nota la considerazione formulata in proposito dall'ex presidente di Citibank (1967-84) Walter Wriston: «Gli Stati non falliscono». In retrospettiva, il commento di Wriston poteva sembrare insensato, visto che è stato formulato proprio prima della grande ondata di default del debito sovrano degli anni ottanta. Dopotutto, era il capo di una grande banca che aveva effettuato ingenti investimenti in tutta l'America latina. Tuttavia, in un certo senso, il presidente di Citibank aveva ragione. I paesi non restano senza un soldo allo stesso modo di una piccola impresa o di una società di capitali. Primo, i paesi di solito non cessano le attività. Secondo, il default di un paese è spesso il risultato di un complesso calcolo costi-benefici che implica considerazioni di ordine politico e sociale, non solo di carattere economico e finanziario. La maggioranza dei casi di default si verifica molto prima che una nazione esaurisca letteralmente le risorse.

Nella maggior parte dei casi, pur a prezzo di sofferenze e privazioni, un paese debitore può generalmente decidere di rimborsare i creditori esteri. I responsabili della politica economica si trovano ad affrontare il problema di quale linea di condotta tenere. La decisione non è sempre di carattere esclusivamente razionale. Il dittatore romeno Nicolai Ceausescu era fermamente deciso a rimborsare, in pochi anni, il debito di 9 miliardi di dollari nei confronti di banche estere cui una nazione povera come la Romania doveva far fronte durante la crisi del debito del decennio 1980-90. I romeni furono costretti a trascorrere freddi inverni con poco o senza riscaldamento e le fabbriche furono obbligate a ridurre la produzione per i limiti nelle forniture elettriche.

Pochi altri leader moderni avrebbero condiviso le priorità di Ceausescu. Il comportamento del dittatore romeno lascia particolarmente perplessi, dato che il paese avrebbe presumibilmente potuto rinegoziare il suo pesante debito, come la maggioranza degli

altri paesi in via di sviluppo è effettivamente riuscita a fare durante la crisi degli anni ottanta. Analogamente, è oggi opinione corrente che un paese debitore non debba sacrificare le proprie risorse più preziose per rimborsare i debiti. Durante la crisi finanziaria della Russia nel 1998 nessuno ha pensato nemmeno per un momento alla possibilità che Mosca potesse sacrificare i capolavori del museo dell'Hermitage solo per placare i creditori occidentali.<sup>1</sup>

Il fatto che i creditori dipendano dalla propensione di una nazione sovrana a rimborsarli, e non soltanto dalla sua capacità di farlo, comporta che la bancarotta sovrana sia cosa ben diversa rispetto al fallimento di un'impresa. Nel fallimento di un'impresa o di un singolo individuo, i creditori hanno diritti ben precisi che generalmente consentono loro di impossessarsi di molti beni del debitore e di pignorare una parte dei suoi redditi futuri. Nel fallimento sovrano, può darsi che in teoria i creditori possano fare la stessa cosa, ma in pratica la possibilità di far valere procedure esecutive è molto limitata.

In questo capitolo formuliamo un quadro concettuale analitico che ci consente di esaminare più approfonditamente la struttura dei mercati finanziari internazionali. In questa sede non ci proponiamo di fare una rassegna completa della vasta letteratura in argomento, ma di presentare un ampio quadro dei problemi principali.<sup>2</sup> I lettori interessati soprattutto a comprendere gli sviluppi storici delle crisi possono anche saltare questo capitolo. Tuttavia, sotto certi aspetti, l'analisi qui svolta incide profondamente sulle tematiche che saranno trattate in seguito. Perché mai i creditori esteri confidano che i paesi debitori rimborseranno comunque i loro debiti, anche se sono rimasti regolarmente scottati in passato? Perché mai i residenti nazionali in mercati emergenti affidano il loro denaro alle banche o lo mantengono in moneta locale se sono rimasti anch'essi scottati così tante volte? Perché talvolta si verificano casi di acuta inflazione a livello mondiale, come nella prima parte del decennio 1990-2000, quando in quarantacinque paesi l'inflazione ha superato il 20 per cento, mentre in altri periodi, come per esempio all'inizio del decennio successivo, solo in un paio di paesi si sono registrati tassi di inflazione così alti?

Non sono domande facili, e sono oggetto di un ampio dibattito tra gli economisti. Non riusciremo a dare risposte complete; i problemi sociali, responsabili della politica economica e i problemi economici che sono alla base dei default sono troppo complessi. Se future generazioni di ricercatori risolveranno questi problemi, forse l'argomento trattato in questo volume diventerà irrilevante e si raggiungerà finalmente un'epoca in cui potremo dire «questa volta è davvero diverso». Tuttavia, la storia è piena di casi in cui si è cantata vittoria prima del tempo su questi spinosi problemi.

Iniziamo con l'affrontare quella che è forse la più rilevante «imperfezione» dei mercati internazionali dei capitali: la mancanza di una cornice giuridica sovranazionale per imporre il rispetto dei contratti di debito al di fuori dei confini nazionali. Questo è un modo astratto per dire che se il governo dell'Argentina (un paese caratterizzato da una lunga storia di default seriali) contrae un prestito con una banca americana e poi diventa insolvente, le opzioni di cui può disporre la banca per far valere direttamente i suoi diritti sono limitate. Per rendere più incisiva la trattazione degli aspetti internazionali del problema, ignoreremo per il momento le divisioni politiche ed economiche all'interno del paese debitore e lo considereremo semplicemente come un unico attore. Così facendo, non terremo conto del debito pubblico interno (debito contratto dallo stato con i suoi stessi cittadini o con le banche locali).

Può apparire strano a quanti non abbiano familiarità con i modelli econometrici considerare uno stato e la sua popolazione come un unico attore. In troppi paesi i governi possono essere «cleptocratici» e corrotti, con politiche nazionali che vengono dettate da una élite di responsabili della politica economica piuttosto che dai comuni cittadini. In effetti, i contrasti responsabili della politica economica sono spesso uno dei fattori determinanti dei default del debito sovrano e delle crisi finanziarie. Il fatto che la crisi dei *subprime* negli Stati Uniti si sia considerevolmente aggravata nel periodo che ha preceduto le elezioni del 2008 è del tutto tipico. Le prese di posizione preelettorali e l'incertezza del dopo elezioni contribuiscono solitamente a rendere ancora più arduo il compito di rispondere alla crisi con una politica coerente e credibile. La grave crisi finanziaria del Brasile del 2002 è stata innescata in non piccola misura dalle preoccupazioni degli investitori per un mutamento della linea politica seguita dal governo centrista dell'allora presidente Fernando Henrique Cardoso in caso di successo del leader dell'opposizione Luiz Inácio Lula da Silva, fautore di politiche più populiste. Paradossalmente, il vincitore, un uomo di sinistra, si è dimostrato alla fine più conservatore nel governo dell'economia rispetto sia ai timori degli investitori sia, forse, alle aspettative di alcuni dei suoi sostenitori.

## Prestiti sovrani

Qualora il lettore avesse qualche dubbio che la propensione a rimborsare il debito, più che la capacità di farlo, è tipicamente la principale determinante del default di un paese, lo invitiamo a consultare la tabella 2.2, da cui si evince che oltre la metà dei default dei paesi a medio reddito si verifica a livelli del debito rispetto al Pil

inferiori al 60 per cento e cioè a livelli ai quali, in circostanze normali, basterebbe pagare interessi pari, in termini reali, a soltanto pochi punti percentuali del reddito per mantenere costante l'incidenza del debito rispetto al Pil, aspetto quest'ultimo che viene generalmente considerato un importante indicatore di sostenibilità. Naturalmente, se espressi in percentuale delle esportazioni o delle entrate statali, gli esborsi necessari sarebbero tipicamente di varie volte più alti, come illustreremo più oltre. Tuttavia, nella maggior parte dei casi, salvo che in tempo di guerra, soluzioni concordate con i creditori sarebbero gestibili nel corso del tempo, specialmente se il paese intero fosse impegnato in modo chiaro e credibile ad aumentare gradualmente le esportazioni per portarle a un livello proporzionato all'integrale rimborso del debito.

La volontà di onorare il debito è determinante, anche più della capacità di adempiervi, come è evidente quando si va indietro nel tempo di qualche centinaio di anni fino ai prestiti internazionali dei secoli XVI, XVII e XVIII (e cioè a quello che chiamiamo il periodo dei primi default). A quel tempo, a indebitarsi di più erano paesi come la Francia e la Spagna, che disponevano di grandi eserciti. Ben difficilmente gli investitori esteri potevano pensare di farsi rimborsare ricorrendo alla forza. Come ci ricorda Michael Tomz, durante l'era coloniale del XIX secolo le superpotenze intervenivano periodicamente per costringere al rispetto dei contratti di debito.<sup>3</sup> La Gran Bretagna usava abitualmente sistemi intimidatori e arrivava persino a occupare i paesi che non rimborsavano i debiti esteri (per esempio, nel 1882 invase l'Egitto e Istanbul, a seguito del default della Turchia, nel 1876). Analogamente, la *gunboat diplomacy* degli Stati Uniti in Venezuela, che iniziò a metà del decennio 1890-1900, fu motivata in parte da preoccupazioni sul rimborso del debito. E l'occupazione di Haiti da parte degli Stati Uniti, a partire dal 1915, fu giustificata come necessaria per il rimborso dei prestiti. (Nel riquadro 5.2 illustriamo come i problemi del debito abbiano portato la nazione indipendente di Terranova a perdere la sovranità.)

Nell'epoca moderna, tuttavia, l'idea di ricorrere alla diplomazia delle armi per farsi rimborsare i prestiti appare poco attraente (nella maggior parte dei casi). L'analisi costi-benefici semplicemente non giustifica che un governo si assuma rischi e spese così ingenti, considerato anche che i debiti sono tipicamente diversificati tra Europa, Giappone e Stati Uniti, rendendo ancora più debole per un singolo paese l'incentivo a usare la forza.

E allora, quali carote o bastoni possono effettivamente usare i creditori esteri nei confronti di debitori sovrani? Questa questione è stata posta per la prima volta in modo coerente in un noto studio di

Jonathan Eaton e Mark Gersovitz i quali sostengono che in un mondo mutevole e incerto l'aver accesso ai mercati finanziari internazionali è un grande vantaggio per i paesi che ne hanno la possibilità.<sup>4</sup> In passato, l'accesso ai mercati dei capitali avrebbe consentito a un paese di acquistare provviste alimentari in tempi di raccolti eccezionalmente cattivi. In tempi recenti, i paesi possono aver bisogno di indebitarsi per combattere le recessioni o per impegnarsi in progetti infrastrutturali molto utili.

Eaton e Gersovitz osservano che i vantaggi di un costante accesso ai mercati dei capitali potrebbero indurre i governi a rispettare le scadenze di rimborso anche in assenza di un qualsiasi sistema legale per obbligarli a farlo. Basano la loro analisi sulla congettura che i governi non possono non preoccuparsi della loro «reputazione» come beneficiari di credito internazionale. Se non onorano ai propri impegni sul debito, non lo fanno con leggerezza, perché la loro reputazione risulta compromessa. L'approccio di Eaton e Gersovitz piace ai teorici dell'economia, specialmente perché non coinvolge le istituzioni se non in modo relativamente marginale. (In altri termini, la teoria è «pura» nel senso che non dipende da aspetti specifici dei singoli stati, come le strutture giuridiche e politiche.) In linea di principio, tale teoria può spiegare l'indebitamento sovrano sia nel Medioevo sia ai tempi nostri. Si noti che la teoria della reputazione non dice semplicemente che i paesi rimborsano i loro debiti oggi per potersi indebitare di più in futuro. Se fosse così, le operazioni di finanza internazionale sarebbero uno «schema Ponzi» che porterebbe all'esplosione dei livelli di debito.<sup>5</sup>

L'«approccio reputazionale» comporta alcuni sottili problemi. Se l'intero edificio del credito internazionale fosse fondato soltanto sulla reputazione i mercati finanziari sarebbero forse ancora più fragili di quanto non lo siano già. I banchieri italiani del XIV secolo erano certamente consapevoli che Edoardo III d'Inghilterra poteva morire in battaglia o di malattia. Che ne sarebbe stato dei loro crediti se il successore di Edoardo III avesse avuto obiettivi e aspirazioni molto diversi? Se Edoardo fosse riuscito a conquistare la Francia, che bisogno avrebbe avuto dei creditori in futuro?<sup>6</sup> Se le istituzioni davvero non contassero, perché, nel corso della maggior parte della storia, il debito estero delle economie di mercato emergenti è stato denominato prevalentemente in valuta estera e nei relativi contratti è stato previsto che le controversie dovessero essere di competenza di giurisdizioni estere?

Bulow e Rogoff hanno sollevato un altro importante argomento per confutare la tesi che le istituzioni e i meccanismi giuridici internazionali non siano importanti nei prestiti internazionali.<sup>7</sup> È certamente vero che i paesi possano essere disposti a rimborsare i



debiti per mantenere il diritto di indebitarsi in futuro. Ma, a un certo momento, il peso dei debiti contratti dall'Inghilterra avrebbe dovuto raggiungere un punto in cui il valore atteso dei rimborsi sul debito esistente avrebbe superato ogni ulteriore prestito futuro. A un certo punto, un paese deve raggiungere il suo limite di indebitamento. Perché Edoardo III (o i suoi successori) non avrebbero dovuto semplicemente dichiarare nullo e non valido il debito verso gli italiani? Dopodiché l'Inghilterra avrebbe potuto utilizzare i pagamenti che avrebbe dovuto fare ai suoi finanziatori per accumulare riserve auree da utilizzare in caso di future necessità finanziarie.

L'approccio reputazionale richiede pertanto una qualche precisazione. Bulow e Rogoff sostengono che al giorno d'oggi strategie di investimento sofisticate (per esempio, quelle utilizzate nei mercati dei titoli esteri) potrebbero offrire una copertura del rischio di default altrettanto valida, o quasi, di quella insita in un qualsiasi flusso potenziale di prestiti esteri. In un altro lavoro, Bulow e Rogoff sostengono che, invece di far affidamento solo sulla reputazione, il rimborso di buona parte dei debiti esteri, soprattutto di quelli dei paesi emergenti, potrebbe essere fatto valere dai creditori nelle sedi giudiziarie dei paesi dei creditori medesimi.<sup>8</sup> Se un paese volesse cercare di autoassicurarsi, buona parte degli investimenti necessari comporterebbero l'effettuazione di acquisti all'estero. Può darsi che i creditori non siano in grado di pignorare dei beni direttamente nel paese debitore, ma, se in possesso di sufficienti titoli giuridici, potrebbero ben essere in grado di confiscare beni del debitore all'estero, specialmente nel proprio paese ma potenzialmente anche in altri paesi dotati di sistemi giuridici molto sviluppati. Naturalmente, il diritto di confiscare beni all'estero renderebbe difficile a un paese inadempiente indebitarsi con altri prestatori internazionali. Se un paese è insolvente nei confronti della banca estera A e cerca poi di contrarre un prestito dalla banca estera B, la banca B deve tener conto che la banca A potrebbe cercare di far valere il suo diritto di prelazione quando il debito di quel determinato paese giungerà a scadenza. In questo senso, l'approccio reputazionale e quello giuridico non sono così diversi, sebbene la somiglianza possa diventare importante quando siano in gioco questioni politiche su come organizzare e far funzionare il sistema finanziario internazionale. Per esempio, costituire un tribunale fallimentare internazionale in sostituzione dei tribunali nazionali può essere praticamente irrilevante se attraverso le vie legali non si perviene in ogni caso a risultati di qualche entità.

Porre l'accento sugli aspetti legali porta a considerare anche altri costi, oltre all'esclusione da future operazioni di prestito. Nel valutare le conseguenze di un default sui prestiti internazionali, un governo

deve tener conto anche delle potenziali turbative per i suoi commerci a seguito dell'esigenza di deviare i traffici e i movimenti finanziari per evitare i creditori. L'Inghilterra del xiv secolo dipendeva dalla vendita di lana ai tessitori italiani, e l'Italia era il principale centro del commercio delle spezie, che l'Inghilterra desiderava importare. Un default avrebbe reso difficili i futuri commerci con l'Italia, inclusi quelli di transito, e questo avrebbe certamente comportato un costo. Oggi il commercio e la finanza sono ancora più interconnessi. Per esempio, la maggior parte dei commerci, sia all'interno dei paesi sia di transito, dipende fortemente da crediti bancari a brevissimo termine per finanziare le merci durante la spedizione ma prima del ricevimento. Se un paese va in default su prestiti a lungo termine di considerevole entità, le banche creditrici possono esercitare forti pressioni nei confronti di chiunque tenti di finanziarne i crediti commerciali. I paesi possono gestire questo problema, in una certa misura, utilizzando le riserve di valuta estera per contribuire a finanziare i propri commerci. Ma, in generale, gli stati non sono attrezzati per monitorare i prestiti commerciali a livello microeconomico e non sono in grado di supplire facilmente all'esperienza delle banche. Infine, i creditori possono far valere le loro ragioni nei tribunali dei paesi creditori ottenendo il riconoscimento del diritto di poter confiscare le merci (o altre attività) di qualsiasi debitore in transito entro i confini nazionali. Bulow e Rogoff osservano che, in pratica, i creditori e i debitori negoziano generalmente un default parziale, e quindi solo raramente si assiste ad azioni di espropriazione forzata.

A un certo livello, né il modello reputazionale di Eaton e Gersovitz né l'approccio istituzionale di Bulow e Rogoff appaiono del tutto adeguati a spiegare la scala e la dimensione dei prestiti internazionali o la diversità delle misure poste in atto dai creditori nelle situazioni di default che si verificano nella realtà. Il commercio non dipende soltanto da convenzioni giuridiche ma anche dalle resistenze politiche alle guerre tariffarie e da un più ampio scambio di persone e di informazioni per sostenere la crescita dei commerci e lo sviluppo.

In realtà, la reputazione di un paese in qualità di debitore può avere effetti limitati se interpretata nel ristretto senso definito da Eaton e Gersovitz; se viene invece riguardata in un senso più ampio – per esempio, in quanto un paese viene considerato un partner affidabile nei rapporti internazionali – può avere una rilevanza molto maggiore.<sup>9</sup> Un default sul debito può turbare delicati equilibri in termini di accordi sulla sicurezza nazionale e di alleanze, e la maggioranza dei paesi ha in materia importanti esigenze e problematiche.

Oltre ai prestiti, anche gli Investimenti esteri diretti (Ide) (per esempio, quando un'impresa estera costruisce uno stabilimento in un

mercato emergente) possono svolgere un ruolo importante per lo sviluppo. Un'impresa estera che intende realizzare Ide in un paese insolvente deve considerare il rischio che i suoi impianti e i suoi macchinari possano essere pignorati (fenomeno, questo, che ha assunto una particolare rilevanza specialmente negli anni sessanta e settanta del secolo scorso; citiamo qui, per esempio, la confisca da parte del governo cileno, nel 1977, delle miniere di rame di imprese americane in Cile e la nazionalizzazione delle proprietà di compagnie petrolifere estere all'inizio degli anni settanta ad opera dell'Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio). Un default sul debito avrebbe certamente effetti molto negativi sugli Ide, con un costo per il paese debitore non solo in termini di mancati afflussi di capitale ma anche per il venir meno del trasferimento di conoscenze che, come emerge dagli studi economici sul commercio, accompagna tipicamente gli Ide.<sup>10</sup>

In conclusione, gli economisti possono trovare argomenti atti a spiegare perché i paesi sono in grado di indebitarsi all'estero malgrado i limiti dei diritti dei creditori. Ma questi argomenti sono sorprendentemente complessi e portano a ritenere che livelli di indebitamento sostenibili possano, al tempo stesso, rivelarsi fragili. Le preoccupazioni sulla possibilità di accedere in futuro al mercato dei capitali, il mantenimento dei commerci e, probabilmente, rapporti internazionali di più ampia natura sono tutti elementi che concorrono a supportare i flussi di prestiti, con importanza e peso relativi che dipendono da fattori specifici per ciascuna situazione. In altri termini, i creditori, anche se non possono andare direttamente sul posto e sequestrare beni come in un fallimento domestico di tipo convenzionale, dispongono tuttavia di un'influenza sufficiente a indurre un paese a rimborsare almeno i prestiti di modesta entità. Possiamo tuttavia respingere la diffusa opinione che i paesi rimborsino i debiti allo scopo di potersi indebitare ancora di più in futuro. Gli «schemi Ponzi» non possono essere il fondamento della finanza internazionale: alla fine sarebbero destinati al crollo.

Come si correla il limitato potere dei creditori esteri con la fragilità della fiducia che abbiamo sottolineato nell'introduzione? Senza entrare troppo nel dettaglio, è facile immaginare che molti tra i modelli e i contesti che abbiamo richiamato possano generare equilibri estremamente fragili, nel senso che possano spesso dar luogo a esiti multipli che possono essere molto sensibili a piccoli cambiamenti nelle aspettative. Questa fragilità si manifesta in molti contesti di riferimento, ma è particolarmente evidente nei casi in cui paesi fortemente indebitati devono continuamente rinnovare finanziamenti a breve termine, argomento di cui ci occupiamo nel prossimo

paragrafo.

## Illiquidità o insolvenza

Abbiamo posto l'accento sull'importante distinzione tra propensione a rimborsare i debiti e possibilità di farlo. Un altro importante concetto è la distinzione tra un paese che si trova di fronte a un problema di finanziamento a breve termine e un paese che non è disposto e/o non è in grado di assicurare indefinitamente il servizio del debito. Nella maggior parte degli studi, questa distinzione viene tipicamente descritta come la differenza tra «illiquidità e insolvenza». Naturalmente, il lettore è ora in grado di comprendere che questa letterale analogia tra l'indebitamento di un paese e quello di un'impresa è del tutto fuorviante. Un'impresa fallita può semplicemente non essere in grado di far fronte pienamente ai propri debiti mantenendo la continuità aziendale. Un paese in default, invece, ha preso tipicamente la decisione strategica che il rimborso (integrale) del debito non vale i sacrifici necessari.

Spesso i governi si indebitano in ambito internazionale o per periodi relativamente brevi – da uno a tre anni – o a più lungo termine, a tassi di interesse collegati a quelli dei prestiti internazionali a breve termine. Le ragioni per cui i prestiti tendono a essere relativamente a breve termine meritano un discorso a parte. Per esempio, Diamond e Rajan sostengono che i finanziatori vogliono mantenere l'opzione di punire i debitori che si «comportano male», cioè non investono le risorse in modo da aumentare la probabilità di futuro rimborso.<sup>11</sup> Jeanne rileva che poiché l'indebitamento a breve termine aumenta il rischio di crisi finanziaria (a causa della difficoltà di rinnovare i prestiti) i paesi sono costretti a seguire politiche più disciplinate, migliorando così la performance economica sia per il debitore sia per il creditore.<sup>12</sup> Per queste e altre analoghe ragioni, sui prestiti a breve termine i tassi di interesse sono spesso significativamente più bassi che per le scadenze più lunghe. Argomentazioni simili sono state formulate riguardo ai prestiti in valuta estera.

In ogni caso, quando un paese si indebita a breve termine non solo si trova a dover finanziare i pagamenti degli interessi (o con le proprie risorse o attraverso nuovi prestiti) ma deve anche rifinanziare periodicamente il capitale. Si verifica una crisi di liquidità quando un paese che è intenzionato ad assicurare il servizio del debito nel lungo termine, ed è altresì in grado di provvedervi, si trova temporaneamente nell'impossibilità di rifinanziare i propri debiti. È una situazione molto diversa rispetto a quella che viene talvolta genericamente denominata un problema di «insolvenza», che si

manifesta quando si ritiene che un paese non sia disposto a rimborsare il debito nel lungo termine o non sia in grado di farlo. Se un paese si trova davvero di fronte a una semplice crisi di liquidità, una terza parte (per esempio, un'istituzione finanziaria multilaterale come il Fondo monetario internazionale) può, in teoria, concedere un prestito-ponte a breve termine, senza rischio, per consentire al paese in questione di superare le difficoltà, evitando il default. Anzi, se i creditori fossero del tutto convinti che un paese abbia tutte le intenzioni di rimborsare i propri debiti nel lungo termine, difficilmente il debitore potrebbe incorrere nuovamente in un problema di liquidità a breve termine.

Sachs formula un'importante osservazione.<sup>13</sup> Si supponga che i fondi presi in prestito da un paese siano forniti da un ampio gruppo di prestatori, ciascuno dei quali, considerato a sé stante, sia di piccole dimensioni. Potrebbe essere nel comune interesse dei prestatori rinnovare il debito a breve termine. Tuttavia, si può determinare una situazione di equilibrio anche se tutti i prestatori si rifiutano di rinnovare il finanziamento, e in tal caso il paese debitore sarà costretto al default. Se nessun singolo prestatore può fornire fondi sufficienti affinché il paese possa far fronte agli impegni di rimborso, vi possono essere sia un equilibrio di «default» sia un equilibrio di «non-default». Naturalmente, l'esempio proposto da Sachs illustra molto bene il tema della fragilità finanziaria e della vulnerabilità dei debitori alla sindrome del «questa volta è diverso». Un debitore può andare avanti tranquillamente finché i prestatori hanno fiducia, ma se per una qualche ragione (eventualmente anche esterna) la fiducia viene a mancare, i prestiti crollano e nessun singolo prestatore ha il potere o l'intenzione di arrestarne la caduta.

Sul concetto di illiquidità contrapposto a quello di insolvenza ci siamo già soffermati nell'introduzione a proposito di panico bancario e ne parleremo ancora sotto altri profili. In linguaggio tecnico, i paesi possono talvolta essere esposti a «equilibri multipli», e ciò implica che la differenza tra un caso in cui un paese va in default e un caso in cui non va in default può essere talvolta molto piccola. Per una struttura del debito data e assumendo che tutti gli attori perseguano il proprio interesse, possono esservi esiti molto differenti che dipendono dalle aspettative e dalla fiducia.

I teorici hanno sviluppato molti esempi concreti di situazioni in cui il default può verificarsi come risultato di una «macchia solare» che fa spostare un paese da un equilibrio di non-default a un equilibrio di default.<sup>14</sup> La possibile esistenza di equilibri multipli e l'idea che gli investitori possano temporaneamente diventare nervosi nei confronti di un paese possono assumere un ruolo importante anche per razionalizzare gli interventi dei governi dei paesi creditori e delle

istituzioni internazionali nelle crisi del debito sovrano. Il pericolo, naturalmente, è che non è sempre facile distinguere tra un default inevitabile, nel senso che un paese è talmente indebitato e così mal gestito che basta poco per costringerlo al default, e uno che non lo è, nel senso che un paese è fondamentalmente sano ma sta incontrando difficoltà a mantenere la fiducia a causa di un problema di liquidità del tutto temporaneo e facilmente risolvibile. Nel clima infuocato di una crisi, i potenziali soccorritori (oggi rappresentati principalmente da istituzioni multilaterali come il Fmi) sono fin troppo tentati di autoconvincersi di trovarsi di fronte a un problema di fiducia che può essere risolto con prestiti-ponte a breve termine, mentre in realtà si trovano dinanzi a una crisi molto più profonda che investe la solvibilità e l'effettiva propensione del debitore a rimborsare i debiti.

## Default parziale e rinegoziazione del debito

Finora abbiamo parlato di default senza approfondire sufficientemente il punto: in che cosa si concretizza esattamente il default? In pratica, molti default finiscono per essere parziali, non totali, sebbene talvolta dopo lunghi negoziati e molta acrimonia. I creditori possono non avere il potere (quale che ne sia la fonte) di obbligare il debitore a rimborsare integralmente, ma hanno in genere forza sufficiente per farsi restituire almeno qualcosa, e spesso una quota considerevole del loro credito. Anche i più clamorosi casi di default totale si sono alla fine risolti con un rimborso parziale, sebbene spesso molto piccolo e solo dopo molti decenni. Nel 1918 il governo bolscevico della Russia si rifiutò di rimborsare i debiti degli zar, ma quando la Russia è infine rientrata nei mercati dei capitali, sessantanove anni dopo, ha dovuto negoziare un pagamento simbolico dei debiti insoluti.

Tuttavia, nella maggioranza dei casi il rimborso parziale è considerevole e non simbolico, e l'ammontare del rimborso viene determinato presumibilmente in base alle complesse considerazioni costi-benefici di cui abbiamo già parlato. Proprio perché il rimborso parziale è il più delle volte il risultato di lunghi e aspri negoziati, spesso vi vengono coinvolti anche spettatori interessati. Per esempio, Bulow e Rogoff evidenziano come terze parti benintenzionate come le istituzioni finanziarie internazionali (per esempio, il Fmi) o i governi dei paesi creditori possano essere indotte a effettuare pagamenti collaterali per facilitare l'accordo, quasi allo stesso modo in cui un agente immobiliare può essere spinto a ridurre la sua provvigione per vendere una casa.<sup>15</sup> Sia i debitori sia i creditori godono di un potere contrattuale potenziale nei confronti di terze parti qualora il fallimento delle negoziazioni possa intralciare i commerci e causare

problemi più rilevanti nel sistema finanziario globale, come il contagio di altri debitori.<sup>16</sup> Come abbiamo già rilevato, la creazione del Fmi dopo la Seconda guerra mondiale ha coinciso con episodi più brevi ma più frequenti di default del debito sovrano. Questo fenomeno è in linea con l'opinione che gli episodi di default si verifichino con ancora maggiore frequenza di quanto altrimenti non avverrebbe proprio perché sia i creditori sia i debitori si rendono conto che in una situazione di difficoltà possono sempre contare sui sussidi del Fmi e dei governi dei paesi creditori. (La letteratura più recente ha denominato «azzardo morale» del mercato internazionale del debito i comportamenti volti a provocare artatamente l'intervento di terze parti dotate di grandi disponibilità finanziarie.)

Guardare al default del debito sovrano in una prospettiva negoziale aiuta anche a spiegare perché, oltre al default conclamato (parziale o totale), includiamo nella nostra definizione di default del debito sovrano anche le «ristrutturazioni» del debito. In una tipica ristrutturazione, il debitore costringe i creditori ad accettare dilazioni nei termini di pagamento e spesso anche concessioni sui tassi di interesse (rispetto ai tassi di mercato). Le agenzie di rating (incluse Moody's e Standard & Poor's) considerano giustamente questi episodi come default parziali negoziati, in cui il riscadenziamento concordato minimizza il peso dei costi per oneri legali e altre spese rispetto a un default più rancoroso in cui i rappresentanti del paese debitore e i creditori abbandonano il tavolo delle trattative, almeno per un certo tempo. Nel nostro database si fa distinzione tra ristrutturazioni e default conclamati, anche se da un punto di vista teorico i due casi sono molto simili.

Un ultimo punto, ma di cruciale importanza, è il seguente: il fatto che i paesi vadano talvolta in default non costituisce prova sufficiente che gli investitori siano stati irrazionali. Per concedere prestiti a stati sovrani a rischio, gli investitori ricevono premi per il rischio che superano talvolta il 5 o il 10 per cento annuo. I premi per il rischio implicano che i creditori sono compensati per i default occasionali, che peraltro sono per lo più parziali. In effetti, rispetto ai debiti di un'impresa, i default dei paesi consentono spesso recuperi molto maggiori, specialmente se si tiene conto anche degli interventi ufficiali di salvataggio.

Non vogliamo però attribuire alla razionalità dei prestatori un'importanza eccessiva. In molti casi, infatti, i premi per il rischio sul debito di nazioni sovrane sono molto piccoli e a malapena proporzionati ai rischi. Naturalmente, i debitori ad alto rischio, oltre a dover far fronte a tassi di interesse maggiorati del premio per il rischio, devono sopportare spesso pesanti costi indiretti se i problemi del

debito amplificano le recessioni in caso di default. Per i debitori la mentalità del «questa volta è diverso» può essere persino più costosa che per i creditori, ma torneremo su questo argomento quando esporremo un più ampio criterio di calcolo dei costi dei default.

## Debito deprecabile

Un altro profondo argomento filosofico, rilevante sotto il profilo teorico in tema di credito internazionale, attiene al concetto di «debito odioso». Nel Medioevo un fanciullo poteva finire in carcere per debiti lasciati in punto di morte dai propri genitori. In teoria, ciò consentiva ai genitori di indebitarsi per importi più elevati (dato che la punizione per il mancato rimborso era così dura), ma oggi nella maggior parte dei paesi le convenzioni sociali considererebbero questa forma di trasferimento del debito del tutto inaccettabile. Ma le nazioni, naturalmente, si indebitano nel corso del tempo, e nei passaggi generazionali i figli possono pertanto essere chiamati a rimborsare i debiti dei padri. Alla fine della Seconda guerra mondiale, il debito interno lordo degli Stati Uniti aveva superato il 100 per cento del Pil, e ci sono voluti alcuni decenni per farlo scendere a un più normale 50 per cento del Pil.

La dottrina del debito odioso afferma fondamentalmente che quando i creditori concedono prestiti a un governo che è palesemente cleptomane e corrotto, i governi che gli succedono non dovrebbero essere obbligati a onorarli. Jayachandran e Kremer rilevano che i modelli reputazionali standard del debito potrebbero essere modificati ammettendo convenzionalmente che il debito odioso non venga onorato e che ciò porterebbe a un miglioramento del benessere.<sup>17</sup> È però alquanto controverso che il debito odioso possa essere in pratica chiaramente definito. È quasi certo che se in un paese la classe politica si macchia di un genocidio e contrae debiti per finanziare le forze armate, i prestatori dovrebbero essere consapevoli che si tratta di un debito odioso e a rischio di default in caso di un cambiamento di regime. Si può immaginare, tuttavia, che i burocrati mondiali si mettano a discutere, per esempio, se il debito contratto dagli Stati Uniti sia da considerare odioso: in un caso del genere, naturalmente, il concetto di debito odioso non consentirebbe di discriminare sufficientemente per essere utile in pratica. Per essere applicabili, le linee guida pratiche in tema di debito odioso devono essere interpretabili in modo sufficientemente rigoroso. In pratica, tuttavia, versioni attenuate di prestito odioso hanno probabilmente qualche rilevanza. Le circostanze in cui è stato accumulato il debito possono influenzare l'opinione del debitore in tema di «equità» e quindi la sua



disponibilità a provvedere al rimborso. Talvolta la comunità internazionale potrebbe essere incline a trattare i debitori in modo più morbido in queste circostanze (come minimo, accordando loro un più ampio accesso a prestiti-ponte agevolati).

## Debito pubblico interno

Se la teoria sul debito estero sovrano è complessa, quella sul debito pubblico interno lo è ancora di più. Ai fini della presente trattazione, ipotizziamo che il debito pubblico interno sia denominato in moneta locale, soggetto alla giurisdizione del paese emittente e detenuto da residenti nazionali. Di queste tre condizioni restrittive, l'unica veramente assoluta nella definizione che abbiamo dato nel primo capitolo è l'assunto che il debito sia soggetto alla giurisdizione nazionale. A cominciare, probabilmente, dalle obbligazioni «interne» argentine denominate in sterline britanniche dell'ultima parte del XIX secolo, vi sono stati numerosi esempi storici di indicizzazione del debito domestico a una valuta estera (tra i più noti, il prestito in *tesobonos* emesso dal Messico nella prima parte del decennio 1990-2000 e i casi precedenti citati nel riquadro 7.1) e negli ultimi anni tale fenomeno si è ulteriormente ampliato. Con l'aumentare del numero di mercati emergenti che liberalizzano i loro mercati dei capitali, il possesso di titoli del debito pubblico interno da parte di residenti esteri è sempre più comune. La sottile considerazione che sia i residenti esteri sia quelli nazionali possano detenere un determinato tipo di debito può essere rilevante, ma per semplificare la trattazione la accantoneremo.<sup>18</sup>

Il debito domestico è il debito che un paese ha verso se stesso. Nel ben noto modello ricardiano del debito di Robert Barro, il debito pubblico interno non ha alcuna importanza, perché quando il debito cresce i cittadini aumentano i loro risparmi per controbilanciare le imposte future.<sup>19</sup> L'analisi di Barro, tuttavia, presume che il debito sia sempre onorato, anche se gli andamenti dei flussi di risparmio non sono omogenei e i rimborsi del debito (a differenza dei ripudi) favoriscono alcuni gruppi a spese di altri. Questo assunto induce a chiedersi perché le vicende politiche non portino periodicamente i paesi a dichiarare default sul debito domestico e ignora la questione del perché tutti siano disposti a fare credito in primo luogo agli stati. Se, per esempio, la popolazione anziana detiene la maggior parte del debito di un paese, perché i giovani elettori non si ribellano periodicamente e votano per il ripudio del debito, per ricominciare poi con una tassazione più bassa per i giovani a costo di una minore ricchezza degli anziani?

Una delle risultanze più sorprendenti riguardo al debito domestico, di cui parleremo nella terza parte del volume, è che default conclamati sul debito domestico si verificano molto più frequentemente di quanto non si immagini, sebbene non così spesso come quelli sul debito estero sovrano. I governi possono rendersi inadempienti sul debito pubblico interno anche attraverso un'elevata e impreveduta inflazione, come notoriamente è successo negli Stati Uniti e in molti paesi europei nel decennio 1970-80.

Su quali basi, allora, poggia il debito pubblico interno? Perché i residenti detentori di obbligazioni non vengono rimborsati affatto? North e Weingast rilevano che la capacità di un governo di creare istituzioni politiche che supportino il rimborso di ingenti importi di debito rappresenta un enorme vantaggio strategico che consente a un paese di mobilitare ampie risorse, specialmente in tempo di guerra.<sup>20</sup> In proposito sottolineano che uno dei principali risultati della «gloriosa rivoluzione» inglese di fine Seicento è consistito proprio nella creazione di un assetto idoneo a promuovere il rispetto dei contratti di debito, conferendo così all'Inghilterra un notevole vantaggio sulla rivale Francia. La Francia, come vedremo, si trovava in quel tempo al culmine di un periodo di default seriali. La capacità di indebitamento della Corona attribuì all'Inghilterra l'enorme vantaggio di poter mobilitare le risorse necessarie per sostenere la guerra in un'epoca in cui l'attività bellica stava già diventando ad alta intensità di capitale.

Kotlikoff, Persson e Svensson osservano che nelle democrazie i mercati del debito domestico potrebbero essere una convenzione che può essere sostenuta attraverso la reputazione, sulla falsariga del modello del debito estero sovrano di Eaton e Gersovitz.<sup>21</sup> Tabellini, in un articolo su argomenti analoghi, osserva che il debito potrebbe essere sostenibile se i giovani elettori si preoccupassero sufficientemente di quelli più anziani.<sup>22</sup> Tutte queste teorie, e altre ancora per il caso in cui il governo fosse autoritario anziché una democrazia, sono costruite intorno all'assunto che i mercati del debito siano convenzioni autosufficienti in cui costi e benefici quasi si equivalgano così da assicurarne il continuo funzionamento. Peraltro, come abbiamo già rilevato, gli incentivi al rimborso di ogni tipo di debito pubblico coinvolgono probabilmente problematiche più ampie che non la sola necessità di assicurare la regolarità dei flussi delle entrate fiscali e dei consumi. Allo stesso modo in cui il default sul debito estero sovrano potrebbe presumibilmente innescare più ampie reazioni nelle relazioni internazionali anche al di fuori della sfera del debito, il default domestico potrebbe innescare una crisi del contratto sociale che vada al di là della possibilità di indebitarsi in futuro. Tanto per cominciare, in molte economie il debito pubblico non è soltanto un

mezzo di cui il governo si può avvalere per equilibrare le entrate fiscali, ma è anche una riserva di valore che contribuisce a mantenere liquidi i mercati creditizi. Certo, gli stati vanno periodicamente in default sul debito, ma nella maggioranza dei paesi la storia dei fallimenti delle imprese private è ancora peggiore.

Anche la «repressione finanziaria» può rappresentare uno strumento per espandere i mercati del debito domestico. Oggi, in Cina e in India, alla maggioranza dei cittadini vengono imposti severi limiti riguardo alla gamma di attività finanziarie che è loro consentito detenere, riducendo sostanzialmente le scelte ai depositi bancari a bassissimi tassi di interesse e al denaro contante. Considerati gli alti rischi di perdita o di furto cui sono soggetti i preziosi e il denaro contante, e le pochissime opzioni disponibili per accumulare ricchezza per mantenersi dopo il pensionamento e per pagare le cure mediche e gli studi dei figli, i cittadini depositano considerevoli somme nelle banche, nonostante i rendimenti artificialmente bassi. In India, le banche finiscono per prestare un'ampia quota delle loro risorse direttamente allo stato, che beneficia così di un tasso di interesse molto più basso di quello che dovrebbe probabilmente pagare in un mercato dei capitali liberalizzato. In Cina, il denaro affluisce attraverso prestiti controllati dallo stato a imprese pubbliche e a progetti infrastrutturali, anche in questo caso a tassi di interesse molto più bassi di quelli che sarebbero altrimenti ottenibili. Questo tipo di repressione finanziaria non costituisce affatto una novità ed è stato largamente utilizzato sia nelle economie avanzate sia nei mercati emergenti durante il periodo di maggiore intensità dei controlli sui capitali internazionali, dalla Seconda guerra mondiale agli anni ottanta.

Naturalmente, in situazioni di repressione finanziaria i governi possono ottenere potenzialmente ingenti risorse sfruttando al massimo il monopolio sugli strumenti di risparmio. Tuttavia, come dimostreremo più avanti, il debito domestico ha fatto registrare una considerevole espansione in molti mercati emergenti anche quando la repressione finanziaria è stata piuttosto limitata come, per esempio, nei decenni che hanno preceduto la Seconda guerra mondiale.

Rinviamo l'ulteriore trattazione del debito domestico ai capitoli 7-9, dove ne parleremo in termini di analisi empirica. In quella sede dimostreremo anche che vi è un'importante interazione tra debito estero sovrano e debito domestico. Come nel caso del debito estero sovrano, anche nei modelli del debito nazionale viene messo in evidenza il problema degli equilibri multipli.<sup>23</sup>

## Conclusioni

Nel presente capitolo abbiamo passato brevemente in rassegna i concetti fondamentali che governano il debito sovrano e il default, nonché altri tipi di crisi tra cui quelle valutarie e bancarie. Questo capitolo, sebbene dichiaratamente astratto, ha affrontato problemi fondamentali delle crisi finanziarie internazionali. Su alcuni di questi temi torneremo più avanti, con l'ausilio del nostro ampio database che contribuirà a gettare luce su alcune delle questioni più difficili.

Sotto molti profili, il lavoro teorico sui fattori fondamentali che governano i prestiti internazionali e i mercati dei capitali porta a chiedersi perché i default non siano più frequenti. Persino il Venezuela, il campione dei default del debito sovrano dell'epoca moderna, con dieci episodi da quando ha conseguito l'indipendenza, nel 1830, fa registrare pur sempre un intervallo medio di diciotto anni tra un default e l'altro. Se le crisi si susseguissero quasi con continuità, la mentalità del «questa volta è diverso» si manifesterebbe molto di rado: ogni volta sarebbe la stessa, i debitori e i creditori starebbero costantemente in guardia e i mercati del debito non si svilupperebbero mai in modo considerevole, certamente non nella misura che rende possibile crolli spettacolari. Ma, naturalmente, la teoria economica ci dice che anche un'economia relativamente fragile può andare avanti tranquillamente molto a lungo prima che la sua bolla di fiducia scoppi, permettendole talvolta di accumulare una montagna di debiti prima che ciò accada.

## 5. Cicli di default sul debito sovrano estero

*I responsabili della politica economica non avrebbero dovuto sentirsi troppo confortati dall'assenza di default esteri sovrani di grandi dimensioni dal 2003 al 2009, dopo l'ondata di default dei due decenni precedenti. Il default ricorrente rimane la regola, con ondate internazionali di default separate tipicamente da molti anni, se non da decenni.*

### Fenomeni ricorrenti

Iniziamo il nostro panorama delle crisi finanziarie dal default sul debito sovrano estero che, come abbiamo appena visto nell'analisi teorica, si verifica quando un governo è insolvente sui suoi debiti nei confronti di stranieri. (Il riquadro 5.1 contiene alcuni cenni sulle vicende storiche che portarono alla nascita e allo sviluppo dei mercati del debito sovrano.)

---

#### RIQUADRO 5.1

Lo sviluppo dei mercati del debito internazionale sovrano in Inghilterra e Spagna

---

Le moderne istituzioni che operano sul mercato del debito pubblico, così come oggi le conosciamo, si sono evolute gradualmente. Ciò vale soprattutto per il debito domestico, in cui la relazione tra imposte, rimborsi e potere è stata spesso poco nitida nel corso della storia. I prestiti erano tipicamente molto poco trasparenti, con tassi di interesse e programmi di rimborso non specificati chiaramente e spesso senza indicazione delle date di rimborso del capitale. La promessa di «rimborso» di un monarca veniva spesso cancellata con la stessa facilità con cui si poteva mozzare la testa al creditore. I prestiti erano frequentemente di carattere coercitivo. La storia passata abbonda di esempi di intere famiglie che furono massacrate al solo scopo di confiscarne le terre e le altre ricchezze. Nella Francia del XIII secolo, i Templari (famosi per le Crociate) furono sistematicamente esiliati dai re francesi, che si impadronirono delle loro ricchezze.

Nel Medioevo la Chiesa impose leggi sull'usura che avevano lo scopo di impedire ai cristiani di fare prestiti a interesse tra di loro. Naturalmente, ai non cristiani, specialmente agli ebrei, era consentito concedere prestiti, ma in questo modo i sovrani avevano accesso solo a una parte molto piccola dei fondi totali della loro nazione. Per poter accedere a più ampi bacini di ricchezza, i prestatori (talvolta con l'aiuto di teologi) dovevano trovare il modo di aggirare le leggi della Chiesa. In quel periodo, i mercati dei prestiti internazionali si giovavano talvolta dell'artificio che il rimborso del debitore doveva essere effettuato in una moneta più forte e stabile di quella indicata nel contratto

originario, per esempio in una moneta che non subiva una svalutazione altrettanto forte. Naturalmente, questi artifici erano equivalenti al pagamento di interessi; tuttavia, erano spesso considerati accettabili.

I primi e più sofisticati mercati finanziari comparvero nelle città-stato italiane di Genova, Firenze e Venezia nell'ultima parte del XIII secolo. (Si veda, per esempio, l'eccellente trattazione di MacDonald o di Ferguson.)<sup>1</sup> I primi prestiti assunsero la forma di «imposte rimborsabili», ma ben presto il sistema progredì fino al punto in cui i prestiti sovrani divennero sufficientemente trasparenti da consentire lo sviluppo di un mercato secondario.

Come lo storico Carlo Cipolla ha ben evidenziato, la prima vera crisi internazionale del debito trasse origine dai prestiti dei mercanti italiani all'Inghilterra a partire dall'ultima parte del XIII secolo.<sup>2</sup> A quel tempo, il centro finanziario sviluppato era l'Italia, mentre l'Inghilterra era la nazione in via di sviluppo ricca di risorse naturali, specialmente lana di pecora. Come già detto, diversi prestiti italiani contribuirono al finanziamento di varie fasi di una lunga serie di guerre tra l'Inghilterra e la Francia. Quando Edoardo III d'Inghilterra divenne insolvente, nel 1340, dopo una serie di sconfitte militari, la notizia arrivò subito a Firenze. Poiché le principali banche erano molto esposte sui prestiti a Edoardo, l'economia fiorentina fu colpita da un assalto agli sportelli bancari. La vicenda si sviluppò in tempi lunghi se misurati con il metro moderno, ma uno dei principali creditori italiani, la Banca Peruzzi, fallì nel 1343 e un'altra, la Banca Bardi, nel 1346. E l'Inghilterra, come tanti mercati emergenti nelle epoche successive, visse (più di una volta) il trauma del default sul debito estero sovrano prima di riuscire, finalmente, a raggiungere lo status di debitore affidabile. Prima di essere «promossa», l'Inghilterra dovette sperimentare diversi ulteriori episodi di ristrutturazione del debito pubblico; tuttavia, come documenteremo, gli eventi creditizi successivi coinvolsero soltanto il debito domestico.

Peraltro, l'Inghilterra non riuscì a liberarsi del tutto della sua fama di insolvente seriale fino alla Gloriosa rivoluzione del 1688, che portò a un considerevole rafforzamento dei poteri del Parlamento. Come sottolineano North e Weingast in un loro innovativo lavoro, si venne così ad avere, per la prima volta, un'istituzione permanente che garantiva il debito inglese. Weingast osserva, inoltre, che la Banca d'Inghilterra, in qualità di organo burocratico «delegato al monitoraggio», esercitava una supervisione sul servizio del debito pubblico, fornendo così lo strumento fondamentale attraverso cui il Parlamento esercitava i suoi poteri.<sup>3</sup> Certo, diversi altri fattori contribuirono al successo britannico, tra cui la prassi governativa di utilizzare l'indebitamento a breve termine per finanziare le guerre, convertendolo in debito a lungo termine alla fine di ogni guerra. Finanziare le guerre con il breve termine appare indubbiamente una scelta logica, in quanto l'incertezza sull'esito di una guerra obbliga il governo a pagare un premio che non intende però mantenere fermo nel tempo. L'emissione di prestiti a lungo termine facilitò anche lo sviluppo di un attivo mercato secondario che contribuiva a mantenere liquido il debito inglese, un punto questo sottolineato da Carlos *et al.*<sup>4</sup> Infine, non si può certo sottovalutare il fatto che uno dei principali fattori che ha consentito all'Inghilterra di mantenere relativamente immacolata la sua storia del debito è il considerevole successo nelle sue molte guerre. Come si è visto a proposito dei primi sovrani inglesi, la più importante causa dei default sul debito è rappresentata dai fallimenti militari. Torneremo sull'argomento della «promozione» a un più alto livello di solvibilità verso la fine del volume.

Prima del 1800, poche nazioni, oltre all'Inghilterra, erano in grado di accumulare debiti internazionali per importi considerevoli e andare poi in default. Un paese, per poter incorrere in default seriali su larga scala, deve poter contare su una ricchezza sufficiente a continuare a convincere ogni nuova generazione di creditori che potrà disporre di redditi sufficienti a rimborsare il debito (cioè, che questa volta sarà diverso) e deve essere sufficientemente stabile da assicurare che cambiamenti istituzionali non mettano a repentaglio l'effettuazione dei rimborsi. Dopo il 1800, grazie alla rapida crescita del reddito mondiale a seguito della Rivoluzione industriale nonché alla capacità dell'Inghilterra di generare un eccesso di risparmio, molti paesi cominciarono a soddisfare il predetto requisito della ricchezza. Prima del 1800, con l'eccezione di alcune città italiane e del Portogallo e della Prussia, ognuna in un'occasione diversa, solo la Francia e la Spagna disponevano di ampie risorse e di regimi stabili, così da poter essere protagoniste di default internazionali di vasta portata. E infatti andarono in default, la Spagna sei volte e la Francia otto, secondo i nostri calcoli, come illustrato in questo stesso capitolo.

La prima serie di default della Spagna, negli anni 1557, 1560, 1575 e 1596, sotto Filippo II (1556-1598) è stata ampiamente studiata e dibattuta dagli storici dell'economia, così come gli altri e ancora più brutti episodi che si verificarono sotto i successori di Filippo II nel 1607, 1627 e 1647. Le vicende della Spagna illustrano bene alcuni problemi che sono costantemente presenti nei successivi casi di default ricorrente. La Spagna è molto importante anche sotto il profilo storico, essendo stata l'ultima nazione a minacciare di poter dominare l'Europa fino a Napoleone.

Prima del XVI secolo, la Spagna era alquanto divisa e le finanze delle sue regioni non erano abbastanza solide da consentirle di indebitarsi su larga scala in ambito internazionale. La scoperta del Nuovo mondo cambiò tutto. Nel Messico e nel Perù furono rinvenute imponenti miniere d'argento, che cominciò ad arrivare in Europa in grandi quantità prima della metà del 1500. L'enorme aumento delle entrate accrebbe grandemente il potere del re, che era ora meno dipendente dagli introiti fiscali domestici che richiedevano la cooperazione del Parlamento. Nello stesso tempo, l'afflusso di metalli preziosi, soprattutto argento, ebbe un forte impatto inflazionistico sui prezzi in Europa.

La nuova ricchezza della Spagna rendeva relativamente facile ai suoi sovrani raccogliere denaro attraverso l'indebitamento, ed è proprio quello che fecero. Sembrava giustificato indebitarsi, in vista della possibilità di dominare l'Europa. Le varie imprese militari del re Filippo contro i turchi e gli olandesi, e poi la sua disastrosa decisione di lanciare l'Invincibile armata contro l'Inghilterra, richiedevano enormi somme di denaro. Finanzieri, tra cui ricchi investitori fiamminghi, tedeschi e portoghesi, mercanti spagnoli e soprattutto banchieri italiani erano disponibili a prestare somme considerevoli alla Spagna, a fronte di un sufficiente premio per il rischio. Il debito della Corona spagnola si mantenne quasi costantemente a un livello pari a circa la metà delle sue entrate annue, anche se talvolta arrivò a superare i due anni di introiti. Naturalmente, come esposto in sintesi nella tabella 6.1, la Spagna andò ripetutamente in default.

---

Nella figura 5.1 sono rappresentate graficamente le percentuali di tutti i paesi indipendenti che si trovavano in stato di insolvenza o di

ristrutturazione del debito durante ogni singolo anno tra il 1800 e il 2008 (periodo per il quale il nostro database è molto completo). Per il mondo nel suo insieme (o almeno per i paesi, che rappresentano più del 90 per cento del Pil globale, che fanno parte del nostro database) il periodo relativamente breve che va fino all'ultima parte del decennio in corso, in cui si sono verificati pochi default, può essere visto come tipico dei periodi più tranquilli che seguono crisi finanziarie globali di vasta portata. A parte tali intervalli di calma, vi sono lunghi periodi in cui un'elevata percentuale di paesi si trova in default o ristrutturazione. La figura 5.1 evidenzia in particolare cinque picchi pronunciati o cicli di default.

Il primo picco si è verificato durante le Guerre napoleoniche. Il secondo va dal decennio 1820-1830 fino all'ultima parte del decennio 1840-50, in cui talvolta quasi la metà dei paesi del mondo si è trovata in default (tra cui tutti i paesi dell'America latina). Il terzo è iniziato nella prima parte del decennio 1870-80 ed è proseguito in quello successivo. Il quarto è incominciato nella Grande depressione degli anni trenta e si è protratto fino all'inizio degli anni cinquanta, quando quasi la metà dei paesi si trovava di nuovo in default.<sup>5</sup> L'ultimo ciclo di default del grafico comprende le crisi del debito degli anni ottanta e novanta nei mercati emergenti.

Se si utilizza una media ponderata, pesando i paesi in base alla loro quota del Pil mondiale, come nella figura 5.2, il periodo di tregua dopo il 2002 spicca ancora di più rispetto all'andamento del secolo precedente. Solo nei due decenni che precedettero la Prima guerra mondiale – i bei tempi del sistema monetario aureo – si è registrato un periodo di tranquillità comparabile a quello degli anni 2003-08.<sup>6</sup> Guardando al futuro, non si può non notare che mentre uno o due decenni di tregua non sono affatto una rarità, i periodi tranquilli sono stati invariabilmente seguiti da una nuova ondata di default.

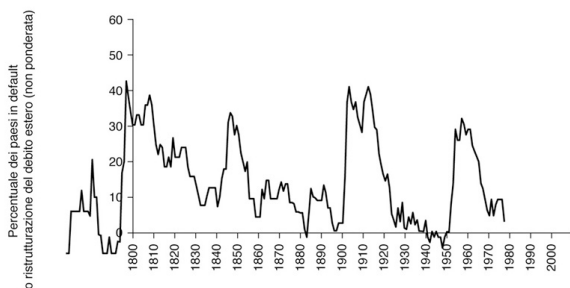


Figura 5.1. Debito estero sovrano: paesi in default o ristrutturazione del debito estero, dati non ponderati, 1800-2008.

*Fonti:* Lindert e Morton (1989); Suter (1992); Purcell e Kaufman (1993); Reinhart, Rogoff e Savastano (2003a); MacDonald (2006); Standard & Poor's.

*Nota:* Il campione comprende tutti i paesi, tra quelli – sessantasei in totale – elencati



nella tabella 1.1, che nell'anno considerato erano indipendenti.

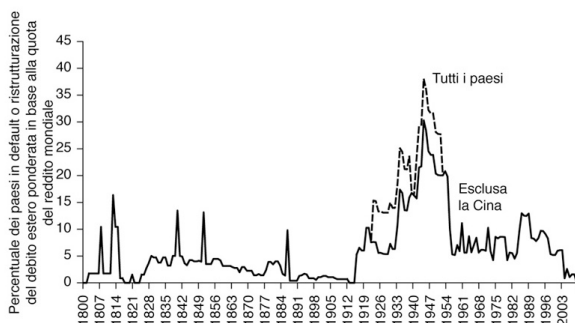


Figura 5.2. Debito estero sovrano: paesi in default o ristrutturazione del debito estero, dati ponderati in base alla quota del reddito mondiale, 1800-2008.

*Fonti:* Lindert e Morton (1989); Suter (1992); Purcell e Kaufman (1993); Reinhart, Rogoff e Savastano (2003a); Maddison (2004); MacDonald (2006); Standard & Poor's.

*Note:* Il campione comprende tutti i paesi, tra quelli – sessantasei in totale – elencati nella tabella 1.1, che nell'anno considerato erano indipendenti. Per la ponderazione del Pil sono state utilizzate tre serie di pesi: i pesi del 1913 per il periodo 1800-1913, i pesi del 1990 per il periodo 1914-90 e i pesi del 2003 per il periodo 1991-2008.

La figura 5.2 evidenzia anche che gli anni immediatamente successivi alla Seconda guerra mondiale hanno segnato il picco più alto dell'epoca dei maggiori default nella storia del mondo moderno. Nel 1947, i paesi che si trovavano in default o ristrutturazione del debito rappresentavano quasi il 40 per cento del Pil mondiale. Questa situazione è stata dovuta in parte ai nuovi default causati dalla guerra e in parte al fatto che molti paesi non erano mai usciti dai default che avevano accompagnato la Grande depressione degli anni trenta.<sup>7</sup> Si può rilevare, inoltre, che i default verificatisi al tempo delle Guerre napoleoniche sono stati di importanza pari a quelli accaduti negli altri periodi. Se si eccettua la crisi successiva alla Seconda guerra mondiale, solo il picco della crisi del debito del decennio 1980-90 si avvicina ai livelli del periodo iniziale del 1800.

Come vedremo nel capitolo 6, quando parleremo delle vicende dei singoli paesi, il default ricorrente sul debito estero – cioè ripetuti default del debito sovrano – costituisce la norma in ogni regione del mondo, incluse l'Asia e l'Europa.

## Default e crisi bancarie

Un'elevata incidenza delle crisi bancarie globali è sempre stata associata, storicamente, a un'alta incidenza di default del debito sovrano sul debito estero. Il grafico della figura 5.3 evidenzia la percentuale dei paesi in crisi bancaria confrontandola con la

percentuale dei paesi in default o ristrutturazione del debito estero (come nella figura 5.2). I default del debito sovrano incominciarono ad aumentare all'inizio della Prima guerra mondiale (come si verificò anche per le crisi bancarie) e continuarono a crescere durante la Grande depressione e la Seconda guerra mondiale (quando diverse economie avanzate andarono a ingrossare le file dei paesi in default). I decenni successivi furono relativamente tranquilli finché le crisi del debito non colpiscono i mercati emergenti negli anni ottanta e novanta.<sup>8</sup>

I modi in cui la turbolenza finanziaria globale può provocare un aumento delle crisi del debito sovrano nei mercati emergenti sono numerosi e complessi. Di seguito se ne richiamano alcuni:

- Le crisi bancarie nelle economie avanzate frenano in modo significativo la crescita mondiale. Il rallentamento, o la contrazione, dell'attività economica tende a colpire in modo particolarmente duro le esportazioni, limitando la disponibilità di valute pregiate per i governi dei mercati emergenti e rendendo loro più difficile assicurare il servizio del debito estero.
- L'indebolimento della crescita mondiale si accompagna, storicamente, a una flessione dei prezzi mondiali delle merci, riducendo gli introiti delle esportazioni dei principali produttori di merci e, conseguentemente, la loro capacità di assicurare il servizio del debito.

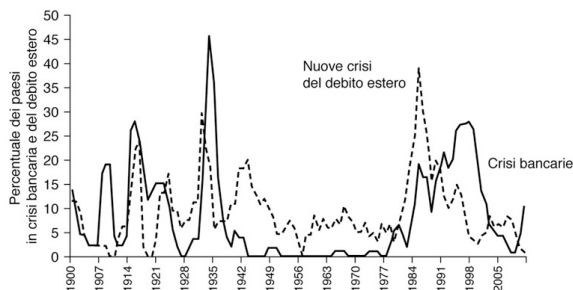


Figura 5.3 Percentuale dei paesi in crisi bancaria e in crisi del debito estero: tutti i paesi, 1900-2008 (dati non ponderati).

Fonti: Lindert e Morton (1989); Suter (1992); Purcell e Kaufman (1993); Kaminsky e Reinhart (1999); Bordo *et al.* (2001); MacDonald (2003); Reinhart, Rogoff e Savastano (2003a); Maddison (2004); Caprio *et al.* (2005); Jácome (2008); Standard & Poor's.

Note: Le nuove crisi del debito estero si riferiscono al primo anno di default. La dimensione del campione include tutti i paesi. Il grafico raffigura le medie mobili a tre anni.

- Le crisi bancarie nei centri finanziari globali (e le strette creditizie che le accompagnano) provocano uno «stop improvviso» dei

prestiti ai paesi periferici (per usare il termine reso popolare da Guillermo Calvo).<sup>9</sup> In sostanza, i flussi di capitale provenienti dal «Nord» si inaridiscono, in modo non correlato ai fondamentali economici sottostanti nei mercati emergenti. A seguito delle difficoltà nell'ottenimento del credito, l'attività economica nei mercati emergenti si contrae e il peso del debito si fa sentire di più a fronte di risorse pubbliche in flessione.

- Storicamente, le crisi bancarie sono «contagiose», in quanto gli investitori tendono ad assumere meno rischi, generalizzano le vicende di un paese anche agli altri e riducono la loro esposizione complessiva a seguito della diminuzione della loro ricchezza. Le conseguenze sono chiaramente deleterie per la capacità delle economie di mercato emergenti sia di rinnovare il debito in scadenza sia di assicurare il servizio del debito estero sovrano.
- Una crisi bancaria in un paese può provocare una perdita di fiducia in paesi vicini o simili, in quanto i creditori si aspettano che vi siano problemi analoghi.

Nel momento in cui scriviamo, resta da vedere se l'improvviso aumento della turbolenza globale nel settore finanziario verificatosi nell'ultima parte del decennio in corso porterà a un analogo esito nel ciclo dei default del debito sovrano. I precedenti di cui alla figura 5.3 non appaiono peraltro incoraggianti a questo riguardo. Nell'attuale contesto finanziario globale un brusco aumento dei default del debito sovrano non costituirebbe certo una sorpresa.

## Default e inflazione

Un brusco aumento delle crisi bancarie a livello mondiale, oltre a essere indice di un probabile aumento dei default del debito sovrano, può segnalare anche un potenziale aumento del numero dei paesi che registrano un'elevata inflazione. La figura 5.4, relativa a inflazione e default (1900-2007), illustra la sorprendente correlazione positiva tra la percentuale dei paesi in default sul debito e la percentuale di quelli che registrano un'elevata inflazione (definita qui come un tasso annuo superiore al 20 per cento). Dato che l'inflazione rappresenta una forma di default parziale sui debiti dello stato non indicizzati pienamente ai prezzi o al tasso di cambio, il parallelismo tra i due fenomeni non è del tutto sorprendente.<sup>10</sup>

Come illustreremo nel capitolo 12, il default attraverso l'inflazione è diventato sempre più normale nel corso degli anni da quando la moneta cartacea ha soppiantato quella metallica come principale

mezzo di scambio. Questo fenomeno è infatti evidente già a partire dall'inizio dell'era della moneta cartacea, dopo il 1900 (figura 5.4). In altri termini, una stretta relazione tra inflazione e default estero conclamato è un fatto relativamente recente. Nel periodo 1900-2007, il coefficiente di correlazione semplice tra le due curve è pari a 0,39; per il periodo successivo al 1940, la correlazione quasi raddoppia a 0,75.

Questa più elevata correlazione può probabilmente essere spiegata da un mutamento nella volontà di esproprio dei governi, attraverso strumenti diversi, e dall'abbandono del sistema monetario aureo (o ancorato ad altri metalli) più che da un cambiamento negli effetti di fattori macroeconomici. Nei default verificatisi al tempo della Grande depressione la deflazione costituiva la norma. Nella misura in cui questa flessione del livello dei prezzi era imprevedibile, il peso dei debiti diventava ancora più oneroso e deleterio per l'andamento dell'economia. Questa relazione costituisce l'essenza della famosa teoria della «deflazione da debiti» di Irving Fisher.<sup>11</sup> Come corollario di questa teoria, uno sfavorevole andamento dell'economia rende presumibilmente più probabile il default del debito sovrano. In uno scenario di tassi di inflazione più alti è invece meno probabile che un'economia entri in una spirale deflazionistica. Il fatto che nell'ultima parte del secondo dopoguerra i default e l'inflazione abbiano seguito un andamento caratterizzato da una correlazione positiva indica probabilmente che i governi sono ora più propensi a ricorrere a entrambi per alleggerire il peso degli interessi reali.

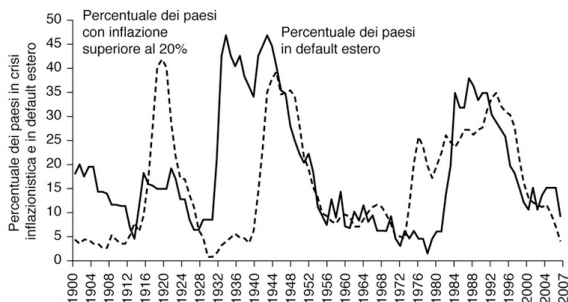


Figura 5.4. Crisi inflazionistiche e default estero, 1900-2007.

*Fonti:* In merito alla percentuale dei paesi in default, vedi le fonti della figura 5.1. Riguardo all'inflazione, le fonti sono troppo numerose per poter essere citate qui e sono pertanto indicate nell'appendice A.1, classificate per paese e per periodo di tempo.

*Note:* Gli anni di crisi inflazionistica sono quelli in cui il tasso annuo d'inflazione ha superato il 20 per cento. Le probabilità sia dell'inflazione sia del default sono medie aritmetiche semplici non ponderate. Correlazioni: 1900-2007: 0,39; escludendo la Grande depressione: 0,60; 1940-2007: 0,75.

Dopo un default estero, spesso l'inflazione continua a peggiorare.<sup>12</sup>

Esclusi dai mercati internazionali dei capitali e dovendo far fronte a una flessione delle entrate, i governi che non sono riusciti a ridurre proporzionalmente le spese hanno fatto ripetutamente ricorso all'imposta da inflazione, anche nella sua forma più estrema: l'iperinflazione.

## Fattori globali e cicli di default esteri globali

Abbiamo già visto nelle figure 5.1 e 5.2 che un collasso finanziario globale può essere un fattore decisivo nel dare origine a ondate di default. Il nostro ampio database conferma anche l'opinione prevalente tra gli economisti che fattori economici globali, inclusi i prezzi delle merci e i tassi d'interesse nei paesi che sono centri finanziari internazionali, svolgano un ruolo di grande importanza nell'accelerazione delle crisi del debito sovrano.<sup>13</sup>

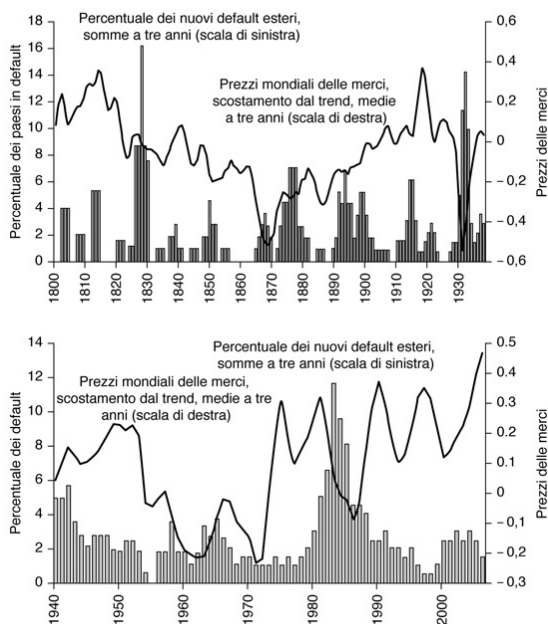


Figura 5.5. Prezzi delle merci e nuovi default esteri, 1800-2008.

Fonti: Gayer et al. (1953); Boughton (1991); *The Economist* (2002); Fondo monetario internazionale, *World Economic Outlook* (vari anni); elaborazioni degli autori in base alle fonti citate nelle appendici A.1 e A.2.

Note: I «nuovi default esteri» si riferiscono al primo anno di default. Poiché nel periodo considerato si è verificato un marcato andamento negativo dei prezzi delle merci, è stata effettuata una regressione della serie dei prezzi su un trend lineare per isolare il ciclo.

Per stimare il grado di correlazione tra i default e i prezzi delle merci abbiamo utilizzato una serie di indici dei prezzi mondiali delle merci in termini reali per il periodo 1800-2008. I picchi e i punti di minimo dei cicli dei prezzi delle merci si rivelano indicatori che anticipano i picchi e i minimi del ciclo dei flussi di capitale, con i punti di minimo che tipicamente coincidono con default multipli.

Come hanno dimostrato per il periodo postbellico Kaminsky, Reinhart e Végh, e come Aguiar e Gopinath hanno recentemente integrato in un modello, l'indebitamento dei mercati emergenti tende a essere estremamente prociclico.<sup>14</sup> I trend favorevoli nelle ragioni di scambio di tali paesi (cioè prezzi alti per le principali merci) portano tipicamente a un aumento dei prestiti. Quando i prezzi delle merci scendono, la capacità di stipulare nuovi prestiti crolla e aumentano i default. La figura 5.5 illustra il ciclo dei prezzi delle merci, suddiviso in due periodi, separati dalla Seconda guerra mondiale. Come si può facilmente vedere nella parte superiore della figura (e come confermato da test econometrici), nel periodo dal 1800 al 1940 le impennate dei prezzi delle merci sono quasi sempre seguite da ondate di nuovi default del debito sovrano. La parte inferiore della figura evidenzia il medesimo fenomeno per il periodo che va dal 1940 al decennio in corso. L'associazione tra i due andamenti si può vedere anche per il periodo del secondo dopoguerra, ma è meno convincente.

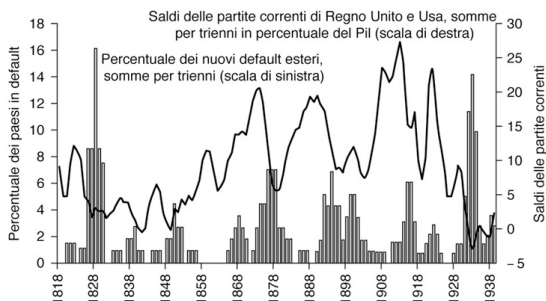


Figura 5.6. Flussi netti di capitale dai centri finanziari e default esteri, 1818-1939.

Fonti: Imlah (1958); Mitchell (2003a, 2003b); Carter *et al.* (2006); Banca d'Inghilterra.

Note: I saldi delle partite correnti del Regno Unito e degli Stati Uniti sono definiti secondo l'importanza relativa (anche se in un modo semplicistico, arbitrario) dei predetti paesi come centri finanziari e principali fornitori di capitali al resto del mondo: per il periodo 1818-1913, al Regno Unito è stato attribuito un peso pari a 1 (agli Stati Uniti: 0); per il periodo 1914-39, ai saldi delle partite correnti dei due paesi è stato attribuito il medesimo peso; dopo il 1940, il peso attribuito agli Stati Uniti è pari a 1.

Come già detto, i default sono anche alquanto sensibili al ciclo globale dei movimenti di capitale. Quando gli afflussi di capitale calano di colpo, aumenta il numero dei paesi che cadono in default. La figura 5.6

documenta l'associazione tra i due fenomeni ponendo a confronto i saldi delle partite correnti dei centri finanziari (il Regno Unito e gli Stati Uniti) con il numero dei nuovi default prima di Bretton Woods. È ben visibile una marcata correlazione tra i picchi del ciclo dei flussi di capitale e i nuovi default sul debito sovrano. I saldi delle partite correnti dei centri finanziari riflettono le tensioni dell'«eccesso di risparmio globale», in quanto danno una misura netta dell'eccesso di risparmio dei paesi centri finanziari anziché la misura lorda fornita dalle serie dei flussi di capitale del nostro database.

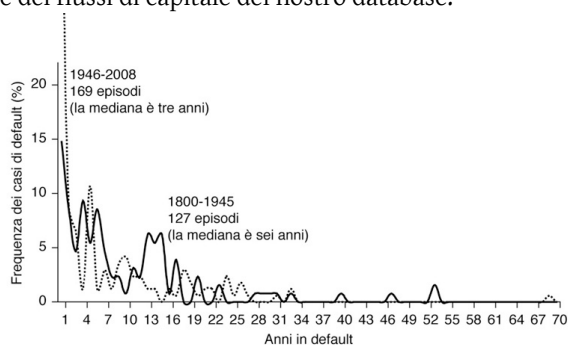


Figura 5.7. Durata degli episodi di default estero, 1800-2008.

*Fonti:* Lindert e Morton (1989); Suter (1992); Purcell e Kaufman (1993); Reinhart, Rogoff e Savastano (2003a); MacDonald (2006); Standard & Poor's; elaborazioni degli autori.

*Note:* La durata di un episodio di default è il numero di anni intercorrenti dall'anno del default a quello di risoluzione, a seguito di ristrutturazione, rimborso o condono del debito. Il test di Kolmogorov-Smirnov per la comparazione dell'uguaglianza di due distribuzioni respinge l'ipotesi zero di distribuzioni uguali al livello di significatività dell'1 per cento.

Dagli studi sulle crisi finanziarie moderne emerge un'altra regolarità ancora più accentuata e cioè che i paesi che fanno registrare improvvisi e ingenti afflussi di capitale sono ad alto rischio di incorrere in una crisi del debito.<sup>15</sup> L'evidenza empirica indica che ciò è vero anche per il passato, e quindi per un arco di tempo molto più esteso: forti aumenti degli afflussi di capitale precedono spesso crisi del debito estero a livello di singoli paesi, regionale e globale a partire dal 1800, se non prima.

Siamo consapevoli che le correlazioni rivelate da queste figure sono semplicemente descrittive e che differenti episodi di default coinvolgono molti differenti fattori. Ma, oltre a dare un'idea degli spunti di riflessione che l'utilizzo di un così ampio database è in grado di proporre, i grafici pongono chiaramente in evidenza le vulnerabilità dei paesi ai cicli economici mondiali. Il problema è che i paesi inclini alle crisi, specialmente gli insolventi seriali, tendono a indebitarsi eccessivamente nei tempi buoni e ciò li rende più esposti durante le

inevitabili fasi di contrazione. La diffusa opinione che «questa volta è diverso» è proprio il motivo per cui, generalmente, questa volta *non* è diverso e alla fine la crisi colpisce di nuovo.

Il ciclo dei flussi di capitale illustrato nella figura 5.6 è ancora più eloquente se riferito ai casi di singoli paesi, ma qui non abbiamo lo spazio per poterne parlare.

### Durata degli episodi di default

Un altro aspetto degno di nota che emerge dalla nostra rassegna panoramica è che il valore mediano della durata degli episodi di default nel periodo successivo alla Seconda guerra mondiale è stato pari alla metà di quello del periodo 1800-1945 (tre anni contro sei, come si vede dalla figura 5.7).

L'interpretazione più benevola di questo fatto è che i meccanismi di risoluzione delle crisi sono migliorati rispetto ai vecchi tempi della diplomazia della cannoniera. Dopo tutto, Terranova ha perduto la sovranità soltanto quando è diventata insolvente sul debito estero nel 1936, finendo per diventare una provincia canadese (vedi riquadro 5.2); e l'Egitto, insieme ad altri paesi, divenne un «protettorato» britannico a seguito di un default.

**RIQUADRO 5.2**

Penalizzazione del default estero: lo straordinario caso di Terranova, 1928-33

Allo stesso modo in cui i governi intermediano talvolta un accordo per favorire l'acquisizione da parte di una banca sana di una banca fallita, l'Inghilterra ha spinto Terranova, stato sovrano in bancarotta, a farsi assorbire dal Canada.

Il percorso fiscale verso il default seguito da Terranova tra il 1928 e il 1933 può essere sintetizzato nei seguenti dati di contabilità nazionale:

| Anno | Debito pubblico<br>totale (milioni) | Rapporto tra debito ed<br>entrate | Rapporto tra spesa per<br>interessi ed entrate |
|------|-------------------------------------|-----------------------------------|------------------------------------------------|
|      |                                     | 11,20                             |                                                |
|      |                                     | 12,48                             |                                                |
|      |                                     | 13,35                             |                                                |
|      |                                     | 14,36                             |                                                |
|      |                                     | 15,34                             |                                                |
|      |                                     | 16,52                             |                                                |
|      |                                     | 17,56                             |                                                |

Fonti: Baker (1944); Società delle nazioni, *Statistical Yearbook* (vari anni); calcoli degli autori.

Note: Il rapporto tra debito totale ed entrate al tempo del default estero, per una media di 89 episodi, è pari a 4,2; n.d.: non disponibile.

Taluni eventi specifici hanno accelerato il crollo:

Periodo di tempo

Evento



| 1928-33             |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|---------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Primi mesi del 1931 | I prezzi del pesce diminuirono del 48 per cento, quelli della carta da giornale del 35 per cento. Nel medesimo periodo il valore delle esportazioni totali scese del 27 per cento, quello delle importazioni del 44 per cento. <sup>16</sup><br>Per onorare gli impegni sul debito il governo dovette far ricorso a ulteriore indebitamento. Ciò segnò l'inizio di grandi difficoltà nel servizio del debito. |
| 17 febbraio 1933    | Il governo britannico istituì una commissione di studio in merito al futuro di Terranova, con particolare riguardo alla situazione e alle prospettive finanziarie.                                                                                                                                                                                                                                            |
| 4 ottobre 1933      | La prima raccomandazione della commissione fu di sospendere la forma di governo esistente fino al momento in cui l'isola non fosse ritornata autosufficiente.                                                                                                                                                                                                                                                 |
| 21 dicembre 1933    | Approvazione del Loan Act, con cui si rinunciava alla sovranità per evitare la certezza del default.                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |

Tra il 1928 e il 1933 le entrate pubbliche, che provenivano in gran parte da diritti doganali, diminuirono e il rapporto tra debito ed entrate fece registrare un considerevole incremento (vedi la precedente tabella). Inoltre, le richieste di sussidi pubblici erano in aumento, a causa dei fallimenti nell'industria della pesca tra il 1930 e il 1932. Il costo del servizio del debito stava diventando insopportabile.

Ben prima che le difficoltà nel servizio del debito divenissero evidenti, nel 1931, le finanze pubbliche di Terranova erano entrate in un'area di rischio. Persistenti deficit di bilancio nel corso dei relativamente prosperi anni venti avevano determinato una continua crescita dell'indebitamento (prevalentemente estero). Il rapporto tra debito pubblico ed entrate, pari all'incirca a 8 all'inizio delle Grande depressione, era il doppio rispetto al valore che il predetto rapporto aveva fatto registrare in circa novanta episodi di default! Nel 1932 il pagamento dei soli interessi assorbiva la maggior parte delle entrate. Il default sembrava inevitabile. Tecnicamente (e solo tecnicamente), Terranova non andò in default.

Come ha scritto David Hale: la storia politica di Terranova negli anni trenta è ora considerata un capitolo minore della storia del Canada. Non vi è praticamente alcuna consapevolezza degli straordinari eventi che vi si verificarono. Il parlamento britannico e il parlamento di un dominion autonomo convennero che la democrazia dovesse essere subordinata al debito. Il più antico parlamento dell'impero britannico, dopo Westminster, fu abolito e fu imposta una dittatura a 280 000 persone di lingua inglese che avevano conosciuto settantotto anni di democrazia diretta. Il governo britannico usò poi i suoi poteri costituzionali per portare il paese a far parte di una federazione con il Canada.<sup>17</sup>

Sebbene non nello stesso grado, così estremo, di Terranova, l'Egitto, la Grecia e la Turchia sacrificarono parzialmente la sovranità all'Inghilterra (almeno per quanto riguarda le finanze pubbliche) a seguito dei loro default del XIX secolo. Gli Stati Uniti, nel 1907, istituirono un protettorato fiscale nella Repubblica Dominicana per controllare gli uffici doganali e poi, nel 1916, occuparono il paese. Gli Stati Uniti intervennero anche ad Haiti e in Nicaragua per controllare

gli uffici doganali e conseguire introiti per il servizio del debito. Erano i tempi della diplomazia della cannoniera.

---

Una spiegazione più cinica porta a considerare la possibilità che quando i salvataggi sono facilitati da istituzioni creditizie multilaterali come il Fondo monetario internazionale, i creditori sono disposti a trattare con minore severità i loro clienti insolventi seriali. Rimane il fatto che, come rilevato da Eichengreen in vari contributi, il tempo intercorrente tra gli episodi di default nel periodo più recente (dopo la Seconda guerra mondiale) si è notevolmente accorciato. Appena portata a termine la ristrutturazione del debito, i paesi sono pronti ad aumentare di nuovo la leva finanziaria (si vedano in proposito le considerazioni svolte nel riquadro 5.3 sui paesi del piano Brady).<sup>18</sup>

---

#### RIQUADRO 5.3

Penalizzazione del default estero? Il caso dei paesi «mancanti» del piano Brady

---

È realistico ipotizzare che un paese con un debito problematico possa conseguire una «inversione del debito» passando da un rapporto elevato tra debito e Pil a un rapporto basso soltanto grazie alla crescita, senza una considerevole svalutazione del debito? Un tentativo in questa direzione è stato compiuto con l'emissione dei *Brady bonds*, obbligazioni denominate in dollari emesse da un mercato emergente, garantite da obbligazioni zero coupon del Tesoro americano. I *Brady bonds* nacquero a seguito del tentativo, negli anni ottanta, di ridurre il debito di paesi in via di sviluppo che andavano spesso in default sui prestiti. Le obbligazioni presero il nome dal ministro del Tesoro Nicholas Brady, che promosse il programma di riduzione del debito. I paesi partecipanti erano Argentina, Brasile, Bulgaria, Costa Rica, Repubblica Dominicana, Ecuador, Giordania, Messico, Marocco, Nigeria, Perù, Filippine, Polonia, Uruguay e Vietnam.

##### *Individuazione dei casi di inversione del debito*

Per individuare gli episodi di inversione del debito di considerevoli dimensioni da parte di paesi a medio e basso reddito nel periodo 1970-2000, Reinhart, Rogoff e Savastano hanno selezionato tutti gli episodi in cui il rapporto tra debito estero e Pil è diminuito di 25 punti percentuali o più nel corso di un qualsiasi periodo triennale; hanno poi accertato se la diminuzione del rapporto fosse dovuta a una diminuzione del numeratore, un aumento del denominatore o a una combinazione di entrambi i fattori.<sup>19</sup> L'algoritmo utilizzato ha generato un totale di cinquantatré episodi di inversione del debito nel periodo 1970-2000, di cui ventisei relativi a paesi a medio reddito e gli altri ventisette a paesi a basso reddito.

##### *Gli episodi di inversione del debito*

Dei ventidue episodi di inversione del debito individuati in paesi a medio reddito con economie di mercato emergenti, quindici hanno coinciso con qualche tipo di default o di ristrutturazione del debito estero. In sei dei sette episodi che non hanno coinciso con un evento creditizio, l'inversione del debito è stata realizzata soprattutto attraverso rimborsi netti del debito; solo in uno di questi episodi (Swaziland, 1985) il rapporto tra debito e Pil è diminuito grazie alla

crescita dell'economia! La crescita è stata anche il principale fattore che spiega la diminuzione del rapporto in tre dei quindici casi di default o ristrutturazione: quelli relativi al Marocco, a Panama e alle Filippine. Nel complesso, l'analisi dimostra che generalmente un paese non riesce a liberarsi del peso del debito grazie alla crescita, offrendo un ulteriore motivo di scetticismo nei confronti degli usuali calcoli di sostenibilità, eccessivamente ottimistici, relativi a paesi con propensione al ripudio del debito.

Tra i casi che hanno comportato eventi creditizi, l'Egitto e la Russia hanno ottenuto negli accordi di ristrutturazione la riduzione (di gran lunga) maggiore del debito nominale. Due paesi asiatici che hanno sperimentato crisi (Corea e Thailandia) sono riusciti a effettuare i rimborsi più elevati tra tutti gli episodi in cui è stato evitato un evento creditizio.

Tra gli episodi di inversione del debito di maggiori dimensioni spicca l'assenza dei ben noti accordi di ristrutturazione promossi da Brady negli anni novanta. Sebbene l'algoritmo utilizzato da Reinhart, Rogoff e Savastano abbia consentito di evidenziare i casi di Bulgaria, Costa Rica, Giordania, Nigeria e Vietnam, nessuno dei maggiori paesi – come Brasile, Messico e Polonia – è rientrato tra quelli che hanno fatto registrare un'inversione del debito.

*L'enigma dei paesi «mancanti» del piano Brady: un episodio di rapido re-indebitamento*

Reinhart, Rogoff e Savastano hanno ricostruito l'evoluzione del debito estero dei diciassette paesi le cui obbligazioni nei confronti dell'estero sono state ristrutturate sotto l'egida del piano Brady nell'ultima parte degli anni ottanta. Tale analisi del profilo del debito estero ha rivelato perché l'algoritmo di inversione del debito utilizzato da Reinhart, Rogoff e Savastano non ha evidenziato dodici dei diciassette paesi compresi nel piano Brady:

- In dieci dei predetti dodici casi la riduzione del rapporto tra debito estero e Pnl determinata dalle ristrutturazioni del piano Brady è stata inferiore a 25 punti percentuali. In realtà, in Argentina e Perù, tre anni dopo gli accordi del piano Brady il rapporto tra debito e Pnl era più alto che nell'anno precedente la ristrutturazione!
- Entro il 2000, sette dei diciassette paesi che avevano attuato una ristrutturazione in linea con il piano Brady (Argentina, Brasile, Ecuador, Perù, Filippine, Polonia e Uruguay) avevano rapporti tra debito estero e Pnl più alti di quelli che avevano raggiunto tre anni dopo la ristrutturazione e alla fine del 2000 quattro di quei paesi (Argentina, Brasile, Ecuador e Perù) avevano rapporti tra debito e Pnl più alti di quelli che facevano registrare prima del piano.
- Entro il 2003, quattro dei paesi del piano Brady (Argentina, Costa d'Avorio, Ecuador e Uruguay) erano andati nuovamente in default o avevano ristrutturato il debito estero.
- Entro il 2008, meno di vent'anni dopo il piano, l'Ecuador era andato in default due volte. Qualche altro paese del piano Brady potrebbe presto imitarlo.

---

Nel prossimo capitolo presenteremo le ampie evidenze che dimostrano il carattere ripetitivo (o seriale) del ciclo dei default, con riferimento ai singoli paesi, alle regioni geografiche e ai periodi storici. Includeremo nell'analisi episodi notissimi ma anche casi di default o ristrutturazione poco documentati sia nelle economie che sono oggi avanzate sia in

diversi paesi asiatici.

# 6. I default esteri nella storia

*Il default ricorrente – cioè ripetute insolvenze sul debito sovrano – non è un’invenzione dei paesi emergenti. Al contrario, diverse nazioni che oggi vengono annoverate tra i paesi ricchi avevano problemi analoghi quando erano mercati emergenti. Il default ricorrente sui debiti esteri ha rappresentato la norma in tutte le aree geografiche del mondo, comprese l’Asia e l’Europa.*

La prospettiva consentita dall’ampiezza (temporale e geografica) del nostro database fornisce risultati importanti per la comprensione dei default: ci permette di vedere che praticamente tutti i paesi sono andati in default sul debito estero almeno una volta, e molti più volte, nella fase in cui erano economie emergenti, un periodo che dura tipicamente almeno uno o due secoli.

## Storia dei default seriali: l’Europa moderna, 1300-1799

Oggi le economie di mercato emergenti non possono certo vantarsi di aver inventato il default ricorrente. La tabella 6.1 contiene l’elencazione del numero dei default, con l’indicazione dei relativi anni, verificatisi dal 1300 al 1799 in diversi paesi europei che oggi fanno parte dei paesi ricchi (Austria, Inghilterra, Francia, Germania, Portogallo e Spagna).

I default della Spagna hanno stabilito un record che è ancora imbattuto. Infatti, la Spagna è riuscita ad andare in default sette volte nel solo XIX secolo, dopo essere stata insolvente per sei volte nei precedenti tre secoli.

Con la sua serie di default del XIX secolo, la Spagna ha spodestato la Francia, che aveva mancato ai suoi impegni sul debito per otto volte tra il 1500 e il 1800. Poiché nel corso degli episodi di default sul debito estero i sovrani francesi avevano l’abitudine di mettere a morte i principali creditori interni (una prima e decisiva forma di «ristrutturazione del debito»), la popolazione iniziò a chiamare questi episodi «bagni di sangue».<sup>1</sup> Il ministro delle Finanze francese, l’Abbé Terray, in carica dal 1768 al 1774, arrivò persino a dire che gli stati dovrebbero dichiarare insolvenza almeno una volta ogni cento anni per ristabilire l’equilibrio.<sup>2</sup>

TABELLA 6.1

I default esteri nel passato: Europa, 1300-1799

| Paese              | Anni dei default                         | Numero di default |
|--------------------|------------------------------------------|-------------------|
| Austria            | 1558, 1648, 1661, 1701, 1715, 1770, 1788 | 7                 |
| Germania (Prussia) | 1340, 1472, 1594*                        | 3                 |
| Portogallo         | 1557, 1558, 1606, 1607, 1627, 1647       | 6                 |

Fonti: Reinhart, Rogoff e Savastano (2003a) e fonti ivi citate; MacDonald (2006).

Nota: L'asterisco (\*) indica che in questo caso non siamo certi se il default dell'Inghilterra ha riguardato il debito domestico o quello estero.

È degno di nota, tuttavia, che, nonostante i traumi vissuti dal paese a seguito della Rivoluzione francese e delle Guerre napoleoniche, la Francia riuscì infine a uscire dalla condizione di insolvente seriale. La Francia non è andata mai in default nel XIX e nel XX secolo, né (almeno finora) nel XXI. La Francia, quindi, può essere considerata uno dei primi paesi ad aver superato il default ricorrente, argomento questo che è oggetto di più ampia trattazione nel riquadro 6.1. L'Austria e il Portogallo si sono resi insolventi solo una volta fino al 1800, ma, come vedremo, sono entrambi andati in default alcune volte nel corso del XIX secolo.

#### RIQUADRO 6.1

La «promozione» della Francia dopo otto default esteri, 1558-1788

Le finanze francesi erano quanto mai instabili prima del 1500, anche a causa di spettacolari periodiche svalutazioni della moneta. Nel solo 1303, la Francia ridusse il contenuto in argento delle monete di oltre il 50 per cento. A volte, le entrate conseguenti alla manipolazione della moneta superavano quelle derivanti da tutte le altre fonti.<sup>3</sup>

La monarchia francese cominciò ad accumulare debiti nel 1522 con Francesco I. Infine, a causa sia di una contabilità finanziaria estremamente opaca sia della continua dipendenza da finanziamenti a breve termine, la Francia si trovò in una situazione di grande vulnerabilità quando Filippo II di Spagna sconvolse i mercati finanziari con la sua decisione di dichiarare default nel 1557. Proprio come nei mercati finanziari moderni, in cui il default di un paese può diffondere il contagio ad altri paesi, il re francese, Enrico II, si trovò presto nell'impossibilità di rifinanziare il debito a breve termine. Gli sforzi di Enrico di rassicurare i creditori che non aveva alcuna intenzione di seguire l'esempio di Filippo aiutarono per un po', ma nel 1558 anche la Francia fu costretta al default. Il crollo degli anni 1557-60 fu un evento di portata internazionale, che si propagò in tutta l'Europa.<sup>4</sup>

Può darsi che nel 1558 la crisi della Francia sia stata dovuta al default della Spagna, ma il suo problema di fondo era costituito dal mancato sviluppo di un assetto delle finanze meno ottuso. Per esempio, Francesco I vendeva sistematicamente gli uffici pubblici, rinunciando così a future entrate fiscali in cambio di ricavi immediati. La corruzione

dilagava. A causa della perdita di controllo, a livello centrale, sulle entrate fiscali, la Francia ricadeva costantemente in default: oltre agli otto indicati nella tabella 6.1, anche molti di più piccole dimensioni.

La Guerra di successione spagnola (1701-14) provocò un'esplosione del debito che danneggiò specialmente la Francia, a causa delle sue difficoltà ad aumentare le entrate fiscali. Gli ingenti debiti delle guerre originarono alcune delle sperimentazioni più studiate e più famose della storia, tra cui la bolla del Mississippi e la bolla dei Mari del Sud, immortalate nel classico libro di Charles Kindleberger su bolle, manie ed episodi di panico.<sup>5</sup>

Gli ultimi default della Francia del XVIII secolo si verificarono nel 1770 e nel 1788.<sup>6</sup> Il default del 1770 fu successivo alla Guerra dei sette anni (1756-63), in cui l'Inghilterra, più progredita in campo finanziario, aumentò progressivamente le risorse in campo, in misura superiore alle capacità del governo francese, finanziariamente sottosviluppato, di tenere il passo.

Dal punto di vista tecnico, il 1788 è stato l'anno dell'ultimo default della Francia, sebbene, come vedremo, la Francia postrivoluzionaria abbia subito una memorabile iperinflazione che portò praticamente all'eliminazione di tutti i debiti, pubblici e privati. Merita peraltro rilevare, riguardo al successivo corso della storia della Francia, che il paese riuscì a migliorare in campo finanziario e a evitare ulteriori default conclamati.

---

Due secoli dopo il default dell'Inghilterra sotto Edoardo III, il re Enrico VIII attuò una memorabile tosatura della moneta, equivalente a un vero e proprio default su tutti i debiti interni della Corona. Inoltre, confiscò tutte le vaste proprietà terriere della Chiesa cattolica. Queste confische, spesso accompagnate da esecuzioni, sebbene a rigore non possano definirsi insolvenze sui titoli del debito pubblico, possono certamente essere qualificate come ripudio di obbligazioni sovrane anche se non esattamente del debito internazionale.

## Afflussi di capitale e default: una storia del «Vecchio Mondo»

Il ciclo dei flussi di capitale emerge in modo particolarmente evidente nella figura 6.1, che si basa sulla Spagna del XVII secolo. La figura mostra come i default facciano seguito di frequente a rilevanti picchi negli afflussi di capitale (che spesso arriva in abbondanza per l'euforia che accompagna la sensazione che «questa volta è diverso»).

## I default esteri sovrani dopo il 1800: un quadro globale

A cominciare dal XIX secolo, per l'effetto combinato dello sviluppo dei mercati internazionali dei capitali e dell'emergere di diversi nuovi stati nazionali si verificò un'esplosione di default a livello internazionale. Nella tabella 6.2 sono elencati gli episodi di default e ristrutturazione

del debito del XIX secolo in Africa, Europa e America latina. Abbiamo già chiarito nel capitolo 4 perché, dal punto di vista teorico, le ristrutturazioni del debito sono in realtà default parziali negoziati. Qui l'argomento è talmente importante che riteniamo necessario ampliare ulteriormente la trattazione, sottolineando in particolare perché la ristrutturazione è simile a un default vero e proprio anche dal punto di vista pratico.



Figura 6.1. Spagna: default e prestiti alla Corona, 1601-79 (somme mobili a tre anni).

Fonti: Gelabert (1999a, 1999b); European State Finance Database (Bonney s.d.).

Nota: I default del 1607, 1627 e 1647 sono rappresentati da linee verticali.

Gli operatori del settore considerano giustamente le ristrutturazioni come default parziali negoziati essenzialmente per due ragioni. La prima è, naturalmente, che le ristrutturazioni comportano spesso una riduzione dei tassi d'interesse, se non anche del capitale. La seconda, che è forse la più importante, è che le ristrutturazioni del debito internazionale determinano tipicamente per gli investitori un accolto di attività illiquide che potrebbero non essere rimborsate per decenni. L'illiquidità è un costo enorme per gli investitori, che li costringe a detenere attività rischiose il cui rendimento è spesso molto più basso rispetto al premio di mercato per il rischio. È certamente vero che gli investitori che hanno continuato a detenere titoli del debito sovrano derivanti da un default per un sufficiente numero di anni – e talvolta per decenni – hanno spesso finito per ottenere un rendimento simile a quello che avrebbero conseguito investendo per lo stesso periodo di tempo in obbligazioni relativamente senza rischio emesse da centri finanziari (il Regno Unito o, successivamente, gli Stati Uniti). Su questo argomento sono stati scritti diversi saggi in cui vengono formulati proprio calcoli di questo tipo.<sup>7</sup>

Sebbene la corrispondenza dei predetti rendimenti sia singolare, è importante sottolineare che il parametro di riferimento appropriato è il rendimento di attività illiquide ad alto rischio, non quello di attività liquide a basso rischio. Non è una semplice coincidenza che subito dopo



la crisi dei mutui ipotecari *subprime* negli Stati Uniti, nel 2007, i crediti *subprime* si vendevano a forte sconto rispetto al valore atteso dei futuri rimborsi. Gli investitori ritenevano giustamente che se avessero potuto rientrare in possesso del loro denaro, avrebbero potuto conseguire un rendimento molto più alto in qualche altro settore economico sempreché fossero disposti a effettuare investimenti illiquidi e notevolmente rischiosi. E, naturalmente, avevano ragione. È proprio investendo in attività illiquide e rischiose che il *venture capital* e il *private equity*, nonché i fondi di dotazione delle università, sono riusciti (fino all'ultima parte del decennio in corso) a conseguire rendimenti elevatissimi. Le ristrutturazioni del debito i cui tassi d'interesse negoziati sono al di sotto dei livelli di mercato pongono invece rischi a carico dei creditori senza offrire alcun potenziale al rialzo, a differenza, per esempio, degli investimenti in *venture capital*. Quindi, la distinzione tra ristrutturazioni del debito – default parziali negoziati – e default veri e propri (che si concludono tipicamente con rimborsi parziali) non è poi così netta.

Nella tabella 6.2 è indicato anche l'anno in cui ciascun paese ha conseguito l'indipendenza. La maggior parte dell'Africa e dell'Asia era soggetta al dominio coloniale nel periodo considerato, consentendo così all'Europa e all'America latina di partire notevolmente avvantaggiate nella gara dell'imprevidenza fiscale e dei default. I soli paesi africani ad andare in default durante questo periodo furono la Tunisia (1867) e l'Egitto (1876). L'Austria, sebbene non così prolifica come la Spagna, ha fatto registrare anch'essa un risultato degno di nota, con cinque default. La Grecia, che ha conquistato l'indipendenza solo nel 1829, ha recuperato il tempo perduto con quattro default. I default imperversavano anche in tutta l'America latina, dove spiccavano il Venezuela con sei episodi e Colombia, Costa Rica, Repubblica Dominicana e Honduras con quattro.

TABELLA 6.2

| Default e ristrutturazioni del debito estero: Africa, Europa e America latina, xx secolo |                   |      |
|------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------|------|
| Paese, data dell'indipendenza, anno del default o delle ristrutturazioni                 |                   |      |
| 1800-1899                                                                                |                   |      |
| <i>Africa</i>                                                                            |                   |      |
| Egitto, 1831                                                                             |                   | 1876 |
| Tunisia                                                                                  |                   | 1867 |
| <i>Europa</i>                                                                            |                   |      |
| Austria-                                                                                 | 1802, 1805, 1811, | 1868 |
| Ungheria                                                                                 | 1816              |      |
| Francia                                                                                  | 1812              |      |
| Germania                                                                                 |                   |      |
| Assia                                                                                    | 1814              |      |
| Prussia                                                                                  | 1807, 1813        |      |
| Schleswig-                                                                               |                   |      |
| Holstein                                                                                 |                   |      |

|                                   |            |                           |                  |                  |
|-----------------------------------|------------|---------------------------|------------------|------------------|
| Westfalia                         | 1812       |                           |                  |                  |
| Grecia, 1829                      |            | 1826, 1843                | 1860             | 1893             |
| Paesi Bassi*                      | 1814       |                           |                  |                  |
| Portogallo                        |            | 1828, 1837,<br>1841, 1845 | 1852             | 1890             |
| Russia                            |            | 1839                      |                  | 1885             |
| Spagna                            | 1809, 1820 | 1831, 1834                | 1851, 1867, 1872 | 1882             |
| Svezia                            | 1812       |                           |                  |                  |
| Turchia                           |            |                           |                  | 1876             |
| <i>America latina</i>             |            |                           |                  |                  |
| Argentina, 1816                   |            | 1827                      |                  | 1890             |
| Bolivia, 1825                     |            |                           |                  | 1875             |
| Brasile, 1822                     |            |                           |                  | 1898             |
| Cile, 1818                        |            | 1826                      |                  | 1880             |
| Colombia, 1819                    |            | 1826                      | 1850, 1873       | 1880             |
| Costa Rica, 1821                  |            | 1828                      | 1874             | 1895             |
| Ecuador, 1830                     |            | 1826                      | 1868             | 1894             |
| El Salvador,<br>1821              |            | 1828                      |                  | 1898             |
| Guatemala,<br>1821                |            | 1828                      |                  | 1876, 1894, 1899 |
| Honduras, 1821                    |            | 1828                      | 1873             |                  |
| Messico, 1821                     |            | 1827, 1833, 1844          | 1866             | 1898             |
| Nicaragua, 1821                   |            | 1828                      |                  | 1894             |
| Paraguay, 1811                    |            |                           | 1874             | 1892             |
| Perù, 1821                        |            | 1826                      |                  | 1876             |
| Repubblica<br>Dominicana,<br>1845 |            |                           | 1872             | 1892, 1897, 1899 |
| Uruguay, 1811                     |            |                           |                  | 1876, 1891       |
| Venezuela, 1830                   |            | 1826, 1848                | 1860, 1865       | 1892, 1898       |

Fonti: Standard & Poor's; Purcell e Kaufman (1993); Reinhart, Rogoff e Savastano (2003a) e ff. ivi citate.

<sup>a</sup> È indicato l'anno dell'indipendenza per i paesi che hanno conseguito tale status nel corso del XIX secolo.

Scorrendo le colonne della tabella 6.2 si ottiene una prima visione d'insieme della distribuzione dei default a livello regionale e internazionale. Come si può vedere, diversi paesi europei sono andati in default durante o subito dopo le Guerre napoleoniche, mentre molti paesi latino-americani (insieme alla loro madre patria, la Spagna) andarono in default nel decennio 1820-30 (si veda il riquadro 6.2 per una sintesi degli esordi dell'America latina sui mercati internazionali). La maggior parte di questi default si verificò in conseguenza delle guerre d'indipendenza in America latina. Sebbene nessuno dei successivi grappoli di default sia stato così pronunciato come numero di paesi coinvolti, episodi rimarchevoli di default globale nel secolo XIX si verificarono dall'ultima parte degli anni sessanta fino a metà degli anni settanta e ancora da metà degli anni ottanta all'inizio degli anni

novanta. Ne parleremo con maggiore sistematicità più oltre.

RIQUADRO 6.2

Gli esordi dell'America latina sui mercati internazionali dei capitali,  
1822-25

Nella tabella che segue sono riportati i prestiti emessi dalle nazioni di recente indipendenza (o di recente costituzione) dell'America latina tra il 1822 e il 1825:

| Stato                                                       | Valore totale delle obbligazioni emesse a Londra, 1822-25 (£) |
|-------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------|
| <del>Argentina</del> Argentina (Buenos Aires)               | <del>1.000.000</del>                                          |
| <del>Brazil</del> Brasile                                   | <del>1.000.000</del>                                          |
| <del>América Central</del> America Centrale                 | <del>1.000.000</del>                                          |
| <del>Colombia</del> Colombia (Colombia, Ecuador, Venezuela) | <del>1.000.000</del>                                          |
| <del>Mexico</del> Messico                                   | <del>1.000.000</del>                                          |
| <del>Peru</del> Perù                                        | <del>1.000.000</del>                                          |
| <del>Puerto Rico</del>                                      | <del>1.000.000</del>                                          |

Fonti: Marichal (1989) e gli autori.

I mercati finanziari europei, volatili e spesso caotici al tempo delle Guerre napoleoniche, all'inizio degli anni venti si erano stabilizzati. La Spagna aveva perduto, in rapida successione, una colonia dopo l'altra nell'America centrale e meridionale, e le leggendarie miniere d'oro e d'argento del Nuovo mondo erano a disposizione di chi volesse cercare di impadronirsene.

I banchieri e gli investitori londinesi, alla continua ricerca di rendimenti più alti, finirono per cadere in preda alla febbre dell'argento. La forte domanda in Europa di opportunità di investimento in America latina, insieme alla disperata ricerca di fondi dei nuovi leader dell'America latina per sostenere (tra l'altro) il processo di costruzione di quelle nazioni, provocò un forte aumento dei prestiti da (soprattutto) Londra a favore (soprattutto) dei governanti latino-americani.<sup>8</sup>

Secondo Marichal, a metà del 1825 erano registrate al Royal Exchange ventisei società minerarie. Gli investimenti in America latina divennero ambiti quanto lo erano state un secolo prima le azioni della Compagnia dei mari del Sud (che nel 1825 godeva già di pessima fama). In questo clima di «euforia irrazionale», tra il 1822 e il 1825 gli stati latino-americani raccolsero più di 20 milioni di sterline.

Il *General Sir Gregor MacGregor*, che si era recato in America latina e aveva combattuto come mercenario nell'esercito di Simon Bolivar, colse l'opportunità per convincere i suoi compatrioti scozzesi a investire i loro risparmi nel fittizio paese di Poyais. La sua capitale, Saint Joseph (secondo il prospetto diffuso all'epoca per illustrare l'investimento) vantava «grandi viali, palazzi con colonnati e una cattedrale con una splendida cupola». Quanti fossero stati così coraggiosi e avveduti da attraversare l'Atlantico e stabilirsi a Poyais avrebbero potuto realizzare segherie per utilizzare le foreste del luogo e sfruttare le miniere d'oro.<sup>9</sup> Anche i banchieri londinesi si lasciarono impressionare dalla prospettiva di tante ricchezze e nel 1822 MacGregor (il Principe di Poyais) emise un prestito obbligazionario a Londra per un importo di 160 000 sterline offerto al pubblico a un

prezzo di sottoscrizione di 80 sterline, ben più alto del prezzo di sottoscrizione del primo prestito cileno.<sup>10</sup> Il tasso d'interesse del 6 per cento era il medesimo dei prestiti di Buenos Aires, America Centrale, Cile, Grande Colombia e Perù in quel periodo. È giusto, probabilmente, che a Poyais siano state praticate le medesime condizioni dei prestiti ai veri stati sovrani, dato che tra il 1826 e il 1828 andarono tutti in default sul debito estero, facendo registrare così la prima crisi del debito dell'America latina.

Passiamo ora al xx secolo. La tabella 6.3 espone l'andamento del fenomeno in Africa e Asia, inclusi i molti paesi neocoloniali. La Nigeria, nonostante le sue ricchezze petrolifere, è andata in default ben cinque volte dall'anno dell'indipendenza, il 1960, più di tutti gli altri paesi nello stesso periodo. L'Indonesia si è resa insolvente quattro volte. Il Marocco, contando anche il suo primo default nel 1903, durante un primo periodo di indipendenza, ha dichiarato default tre volte nel xx secolo. L'India, che può andar fiera di essere sfuggita al default durante la crisi asiatica degli anni novanta (grazie anche a severi controlli sui capitali e alla repressione finanziaria), è stata costretta a ristrutturare il debito estero tre volte a far tempo dall'indipendenza, ma mai dopo il 1972. Sebbene non sia mai andata in default durante il regime comunista, la Cina si è resa insolvente sul debito estero nel 1921 e nel 1939.

Quindi, come emerge dalla tabella 6.3, l'opinione che i soli paesi ad andare in default nel xx secolo siano stati quelli latino-americani e quelli europei a basso reddito è, come minimo, un'esagerazione.

TABELLA 6.3

Default e ristrutturazioni: Africa e Asia, xx secolo fino al 2008

| Paese, data dell'indipendenza, data del default o delle ristrutturazioni |           |           |             |
|--------------------------------------------------------------------------|-----------|-----------|-------------|
| 1900-1924                                                                | 1925-1949 | 1950-1974 | 1975-2008   |
| <i>Africa</i>                                                            |           |           |             |
| Algeria, 1962                                                            |           |           | 1991        |
| Angola, 1975                                                             |           |           | 1985        |
| Costa d'Avorio, 1960                                                     |           |           | 1983, 2000  |
| Egitto                                                                   |           |           | 1984        |
| Kenya, 1963                                                              |           |           | 1994, 2000  |
| Marocco, 1956                                                            | 1903      |           | 1983, 1986  |
| Nigeria, 1960                                                            |           |           | 1982, 1986  |
|                                                                          |           |           | 1992, 2001  |
|                                                                          |           |           | 2004        |
| Repubblica Centrafricana, 1960                                           |           |           | 1981, 1983  |
| Sud Africa, 1910                                                         |           |           | 1985, 1989, |
|                                                                          |           |           | 1993        |
| Zambia, 1964                                                             |           |           | 1983        |

|                 |      |                  |                  |
|-----------------|------|------------------|------------------|
| Zimbabwe, 1965  |      | 1965             | 2000             |
| Asia            |      |                  |                  |
| Cina            | 1921 | 1939             |                  |
| Filippine, 1947 |      |                  | 1983             |
| Giappone        |      | 1942             |                  |
| India, 1947     |      | 1958, 1969, 1972 |                  |
| Indonesia, 1949 |      | 1966             | 1998, 2000, 2002 |
| Myanmar, 1948   |      |                  | 2002             |
| Sri Lanka, 1948 |      |                  | 1980, 1982       |

Fonti: Standard & Poor's; Purcell e Kaufman (1993); Reinhart, Rogoff e Savastano (2003a) e fonti ivi citate.

<sup>a</sup> È indicato l'anno dell'indipendenza per i paesi che hanno conseguito tale status nel corso del xx secolo.

TABELLA 6.4

Default e ristrutturazioni in Europa e America latina, xx secolo fino al 2008

| Paese, data dell'indipendenza o del default o delle ristrutturazioni |            |            |                              |
|----------------------------------------------------------------------|------------|------------|------------------------------|
|                                                                      |            | 1900-1909  |                              |
| <i>Europa</i>                                                        |            |            |                              |
| Austria                                                              |            | 1938, 1940 |                              |
| Germania                                                             |            | 1932, 1939 |                              |
| Grecia                                                               |            | 1932       |                              |
| Polonia, 1918                                                        |            | 1936, 1940 | 1981                         |
| Romania                                                              |            | 1933       | 1981, 1986                   |
| Russia                                                               | 1918       |            | 1991, 1998                   |
| Turchia                                                              | 1915       | 1931, 1940 | 1978, 1982                   |
| Ungheria, 1918                                                       |            | 1932, 1941 |                              |
| <i>America latina</i>                                                |            |            |                              |
| Argentina                                                            |            |            | 1951, 1956                   |
| Bolivia                                                              |            | 1931       | 1982, 1989, 2001             |
| Brasile                                                              | 1902, 1914 | 1931, 1937 | 1980, 1986, 1989             |
| Cile                                                                 |            | 1931       | 1961, 1964                   |
|                                                                      |            |            | 1961, 1963, 1966, 1972, 1974 |
| Colombia                                                             | 1900       | 1932, 1935 |                              |
| Costa Rica                                                           | 1901       | 1932       | 1962                         |
| Ecuador                                                              | 1906, 1909 | 1929       | 1981                         |
|                                                                      | 1914       |            | 1982, 1999, 2008             |
| El Salvador                                                          | 1921       | 1932, 1938 |                              |
| Guatemala                                                            |            | 1933       | 1986, 1989                   |
| Honduras                                                             |            |            | 1981                         |
| Messico                                                              | 1914       | 1928       | 1982                         |
| Nicaragua                                                            | 1911, 1915 | 1932       | 1979                         |
| Panama, 1903                                                         |            | 1932       | 1983, 1987                   |
| Paraguay                                                             | 1920       | 1932       | 1986, 2003                   |
| Perù                                                                 |            | 1931       | 1969                         |
|                                                                      |            |            | 1976, 1978                   |
|                                                                      |            |            | 1980, 1984                   |
| Repubblica Dominicana                                                |            | 1931       | 1982, 2005                   |
| Uruguay                                                              | 1915       | 1933       | 1983, 1897, 1990, 2003       |

Fonti: Standard & Poor's; Purcell e Kaufman (1993); Reinhart, Rogoff e Savastano (2003a) e fonti ivi citate.

Nota: I debiti esteri dei paesi alleati nei confronti degli Stati Uniti contratti all'epoca della Seconda guerra mondiale furono rimborsati solo sulla base di accordi reciproci, in particolare quello del Regno Unito. Questo condono dei debiti costituisce tecnicamente un default.

<sup>a</sup> È indicato l'anno dell'indipendenza per i paesi che hanno conseguito tale status nel corso del xx secolo.

TABELLA 6.5

Conteggio cumulato dei default e delle ristrutturazioni: Africa e Asia, dall'anno dell'indipendenza al

| Paese                    | Percentuale degli anni in default o ristrutturazione dall'indipendenza o dal 1800 <sup>a</sup> | Numero totale di default e/o ristrutturazioni |
|--------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------|
| <i>Africa</i>            |                                                                                                |                                               |
| Algeria                  | 13,3                                                                                           | 1                                             |
| Angola                   | 59,4                                                                                           | 1                                             |
| Costa d'Avorio           | 48,9                                                                                           | 2                                             |
| Egitto                   | 3,4                                                                                            | 2                                             |
| Kenya                    | 13,6                                                                                           | 2                                             |
| Marocco                  | 15,7                                                                                           | 4                                             |
| Mauritius                | 0,0                                                                                            | 0                                             |
| Nigeria                  | 21,3                                                                                           | 5                                             |
| Repubblica Centrafricana | 53,2                                                                                           | 2                                             |
| Sud Africa               | 5,2                                                                                            | 3                                             |
| Tunisia                  | 5,3                                                                                            | 1                                             |
| Zambia                   | 27,9                                                                                           | 1                                             |
| Zimbabwe                 | 40,5                                                                                           | 2                                             |
| <i>Asia</i>              |                                                                                                |                                               |
| Cina                     | 13,0                                                                                           | 2                                             |
| Corea                    | 0,0                                                                                            | 0                                             |
| Filippine                | 16,4                                                                                           | 1                                             |
| Giappone                 | 5,3                                                                                            | 1                                             |
| Hong Kong                | 0,0                                                                                            | 0                                             |
| India                    | 11,7                                                                                           | 3                                             |
| Indonesia                | 15,5                                                                                           | 4                                             |
| Malaysia                 | 0,0                                                                                            | 0                                             |
| Myanmar                  | 8,5                                                                                            | 1                                             |
| Singapore                | 0,0                                                                                            | 0                                             |
| Sri Lanka                | 6,8                                                                                            | 2                                             |
| Thailandia               | 0,0                                                                                            | 0                                             |
| Taiwan                   | 0,0                                                                                            | 0                                             |

Fonti: Calcoli degli autori; Standard & Poor's; Purcell e Kaufman (1993); Reinhart, Rogoff e Savastano (2003a) e fonti ivi citate.

<sup>a</sup> Per i paesi che hanno conseguito l'indipendenza prima del 1800, i calcoli si riferiscono al periodo 1800-2008.

TABELLA 6.6

Conteggio cumulato dei default e delle ristrutturazioni: Europa, America latina, Nord America e

Occidente, dall'anno dell'indipendenza al 2000

| Paese                 | Percentuale degli anni in<br>default o ristrutturazione<br>dall'indipendenza o dal<br>1800 <sup>a</sup> | Numero totale di default e/o<br>ristrutturazioni |
|-----------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------|
| <i>Europa</i>         |                                                                                                         |                                                  |
| Austria               | 17,4                                                                                                    | 7                                                |
| Belgio                | 0,0                                                                                                     | 0                                                |
| Danimarca             | 0,0                                                                                                     | 0                                                |
| Finlandia             | 0,0                                                                                                     | 0                                                |
| Francia               | 0,0                                                                                                     | 8                                                |
| Germania              | 13,0                                                                                                    | 8                                                |
| Gran Bretagna         | 0,0                                                                                                     | 0                                                |
| Grecia                | 50,6                                                                                                    | 5                                                |
| Italia                | 3,4                                                                                                     | 1                                                |
| Norvegia              | 0,0                                                                                                     | 0                                                |
| Paesi Bassi           | 6,3                                                                                                     | 1                                                |
| Polonia               | 32,6                                                                                                    | 3                                                |
| Portogallo            | 10,6                                                                                                    | 6                                                |
| Romania               | 23,3                                                                                                    | 3                                                |
| Russia                | 39,1                                                                                                    | 5                                                |
| Spagna                | 23,7                                                                                                    | 13                                               |
| Svezia                | 0,0                                                                                                     | 0                                                |
| Turchia               | 15,5                                                                                                    | 6                                                |
| Ungheria              | 37,1                                                                                                    | 7                                                |
| <i>America latina</i> |                                                                                                         |                                                  |
| Argentina             | 32,5                                                                                                    | 7                                                |
| Bolivia               | 22,0                                                                                                    | 5                                                |
| Brasile               | 25,4                                                                                                    | 9                                                |
| Cile                  | 27,5                                                                                                    | 9                                                |
| Colombia              | 36,2                                                                                                    | 7                                                |
| Costa Rica            | 38,2                                                                                                    | 9                                                |
| Ecuador               | 58,2                                                                                                    | 9                                                |
| El Salvador           | 26,3                                                                                                    | 5                                                |
| Guatemala             | 34,4                                                                                                    | 7                                                |
| Honduras              | 64,0                                                                                                    | 3                                                |
| Messico               | 44,6                                                                                                    | 8                                                |
| Nicaragua             | 45,2                                                                                                    | 6                                                |
| Panama                | 27,9                                                                                                    | 3                                                |
| Paraguay              | 23,0                                                                                                    | 6                                                |
| Perù                  | 40,3                                                                                                    | 8                                                |
| Repubblica Dominicana | 29,0                                                                                                    | 7                                                |
| Uruguay               | 12,8                                                                                                    | 8                                                |
| Venezuela             | 38,4                                                                                                    | 10                                               |
| <i>Nord America</i>   |                                                                                                         |                                                  |
| Canada                | 0,0                                                                                                     | 0                                                |
| Stati Uniti           | 0,0                                                                                                     | 0                                                |
| <i>Oceania</i>        |                                                                                                         |                                                  |
| Australia             | 0,0                                                                                                     | 0                                                |
| Nuova Zelanda         | 0,0                                                                                                     | 0                                                |

Fonti: Calcoli degli autori, Standard & Poor's, Purcell e Kaufman (1993), Reinhart, Rogoff e Savastano (2003a) e fonti ivi citate.

<sup>a</sup> Per i paesi che hanno conseguito l'indipendenza prima del 1800, i calcoli si riferiscono al periodo 1800-2008.

La tabella 6.4 prende in esame l'Europa e l'America latina, aree in cui, con qualche eccezione, i paesi che ne fanno parte sono stati indipendenti in tutto il xx secolo. Anche qui, come nelle tabelle relative ai periodi precedenti, si può vedere che i default tendono a concentrarsi in grappoli, specialmente nel periodo della Grande depressione, quando buona parte del mondo andò in default, e nelle crisi del debito degli anni ottanta e novanta. Nell'ultimo di questi episodi i default tecnici sono stati in qualche misura in numero minore, grazie al massiccio intervento delle istituzioni ufficiali e particolarmente del Fondo monetario internazionale e della Banca mondiale. Se questi massicci interventi siano stati ben ponderati è questione diversa, sulla quale non ci soffermiamo in questa sede. Da segnalare nella tabella 6.4 i cinque default della Turchia, i sei del Perù e i sette del Brasile e dell'Ecuador. Anche altri paesi hanno fatto registrare un analogo numero di default.

Finora abbiamo preso in considerazione il numero dei default, ma questo indicatore è in qualche misura arbitrario. Gli episodi di default possono essere collegati, specialmente se le condizioni per la ristrutturazione del debito sono dure e rendono quasi inevitabile la ricaduta nell'insolvenza. Nelle tabelle precedenti abbiamo cercato di escludere gli episodi che sono palesemente collegati, e quindi quando un default si verifica entro due anni dal precedente contiamo i due default come un solo episodio. Tuttavia, per porre in una prospettiva più ampia la storia dei default dei vari paesi, abbiamo preso in considerazione anche il numero di anni che un paese ha vissuto in stato di default da quando ha conseguito l'indipendenza.

Iniziamo dalla tabella 6.5, che si riferisce all'Asia e all'Africa. Per ciascun paese sono indicati il numero totale dei default e delle ristrutturazioni (in base al criterio precedentemente specificato) e gli anni (espressi in percentuale) in cui il paese si è trovato in default o ristrutturazione del debito a partire dal 1800 (o dall'indipendenza, se più recente). Come si può rilevare, in Asia, sebbene vi siano stati molti episodi, il default tipico è stato risolto in tempi relativamente brevi. Solo la Cina, l'India, l'Indonesia e le Filippine hanno trascorso in default più del 10 per cento della loro vita come stati indipendenti (tuttavia, se ponderati in base alla popolazione, i paesi citati rappresentano naturalmente la maggior parte della regione asiatica). In Africa è andata molto peggio, con diversi paesi che sono stati in default per circa la metà del tempo. Una delle principali ragioni per cui i default



dell'Africa sono molto meno conosciuti di quelli, per esempio, dell'America latina è certamente da attribuire al fatto che i debiti dei paesi africani sono stati in genere relativamente contenuti e le conseguenze sistemiche meno acute. Queste circostanze non ne hanno peraltro reso meno pesanti le conseguenze per le popolazioni residenti, che hanno ovviamente dovuto sopportare i medesimi costi in termini di immediata stabilizzazione fiscale e di riduzione delle possibilità di accesso al credito, spesso accompagnate da più alti tassi d'interesse e dal peggioramento dei tassi di cambio.

La tabella 6.6 presenta la medesima serie di dati per l'Europa e l'America latina. La Grecia, come già rilevato, ha trascorso in default più della metà del tempo a partire dal 1800. Alcuni paesi latinoamericani, tra cui Costa Rica, Repubblica Dominicana, Messico, Nicaragua, Perù e Venezuela, hanno vissuto in default per circa il 40 per cento del tempo.

Si osserva la medesima incidenza dei default per la maggior parte dei paesi europei, sebbene con molta variabilità, riguardo soprattutto alle durate per cui i vari paesi sono rimasti in default (si confronti l'Austria, debitore seriale che ha manifestato la tendenza a uscire dai default in tempi relativamente brevi, con la Grecia, che ha vissuto in un continuo stato di default per oltre un secolo). Nell'insieme, si può vedere che gli episodi di default, per quanto ricorrenti, non sono affatto continui, ma contrassegnati da ampi intervalli che riflettono certamente gli aggiustamenti effettuati dai debitori e dai creditori dopo ogni ciclo di default. Per esempio, oggi molti mercati emergenti adottano politiche macroeconomiche alquanto conservative. Nel tempo, tuttavia, la cautela cede all'ottimismo e all'imprevidenza, ma solo dopo un lungo intervallo.

Un modo di sintetizzare i dati delle tabelle 6.5 e 6.6 è di riportarli su un asse temporale in modo da avere una rappresentazione visiva del numero dei paesi in default o ristrutturazione in ciascuno degli anni considerati. Abbiamo già visto una rappresentazione di questo tipo nella figura 5.1 in termini di numero totale dei paesi e nella figura 5.2 in termini di quota percentuale del reddito mondiale. Queste figure illustrano gli addensamenti a grappolo dei default in modo ancora più evidente delle tabelle che registrano i primi default.

Più avanti, nel capitolo 16, ci soffermeremo in modo più approfondito e sistematico sulle caratteristiche di quelle che possono essere definite a tutti gli effetti crisi finanziarie globali.

## TERZA PARTE

### La storia dimenticata del debito e dei default domestici

Il reperimento di dati sul debito pubblico domestico, persino di quelli relativi agli ultimi due decenni, presenta per la maggior parte dei paesi difficoltà analoghe a quelle di una ricerca archeologica.

## 7. Il debito e i default domestici: i fatti stilizzati

Il debito domestico rappresenta una larga quota dell'indebitamento totale di un paese; per i sessantaquattro paesi per i quali disponiamo di estese serie temporali il debito domestico ammonta in media a quasi due terzi del debito pubblico totale. Tipicamente, per la maggior parte dei paesi del campione, i rendimenti dei debiti domestici sono sempre stati allineati ai tassi d'interesse di mercato, salvo che nel periodo di repressione finanziaria successivo alla Seconda guerra mondiale.

### Debito estero e debito domestico

Nella prima parte abbiamo sottolineato le straordinarie difficoltà incontrate per costruire un database sul debito domestico esteso a un ampio arco di tempo e che include sessantaquattro paesi. In effetti, solo recentemente piccoli gruppi di studiosi hanno incominciato a raccogliere dati sul periodo contemporaneo.<sup>1</sup>

Nella figura 7.1 è rappresentata la quota del debito domestico sul debito pubblico totale per il periodo 1900-2007. Tale quota oscilla tra il 40 e l'80 per cento del debito totale. (Vedi l'appendice A.2 riguardo alla disponibilità dei dati per i vari paesi.) Nelle figure 7.2 e 7.3 questi dati sono esposti distintamente per aree geografiche. I numeri rappresentati nei grafici sono medie semplici dei dati relativi ai vari paesi, ma i rapporti sono anche sufficientemente rappresentativi di molti mercati emergenti inclusi nel campione (tra cui, quando erano ancora mercati emergenti, paesi come l'Austria, la Grecia e la Spagna che fanno parte ora dei paesi ricchi).<sup>2</sup> Come si può vedere dai grafici, il nostro database comprende una significativa rappresentanza di tutti i continenti e non soltanto pochi paesi latino-americani ed europei, come nella maggior parte degli studi sul debito estero.

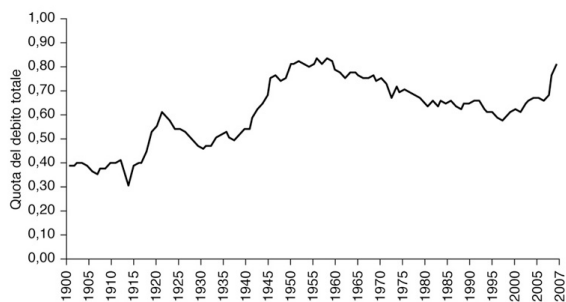


Figura 7.1. Quota del debito pubblico domestico sul debito totale: tutti i paesi, 1900-2007.

Fonti: Società delle nazioni; Onu; altre fonti citate nell'appendice A.2.

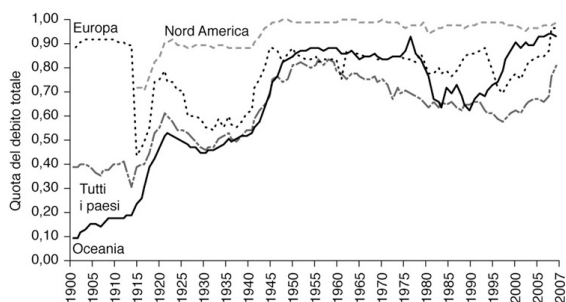


Figura 7.2. Quota del debito pubblico domestico sul debito totale: economie avanzate, 1900-2007.

Fonti: Società delle nazioni; Onu; altre fonti citate nell'appendice A.2.

I dati sono naturalmente molto diversificati. Nelle economie avanzate il debito domestico rappresenta la quota prevalente dell'indebitamento del settore pubblico. All'altro estremo, in alcune economie emergenti, specialmente negli anni ottanta e novanta, ai mercati del debito domestico fu assestato un duro colpo dalla propensione di molti governi a favorire l'inflazione (generando talvolta iperinflazione). Per esempio, negli anni successivi all'iperinflazione del 1989-90, nel Perù il debito domestico rappresentava una quota compresa tra il 10 e il 20 per cento del debito pubblico. Ma non è stato sempre così. Infatti, dai primi dati raccolti dalla Società delle nazioni dopo la Prima guerra mondiale emerge che allora il debito domestico del Perù rappresentava circa due terzi del debito del settore pubblico, come in molti altri paesi dell'America latina. Negli anni cinquanta tale quota era, anzi, ancora più alta, perché i centri finanziari mondiali non erano ancora molto attivi nell'erogazione di prestiti esteri.

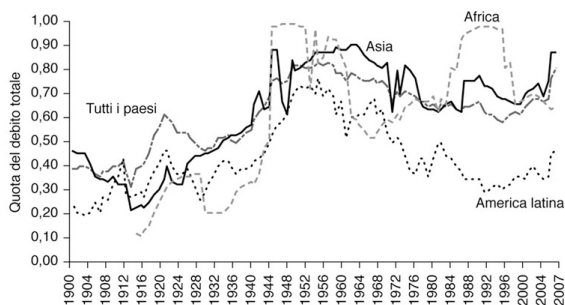


Figura 7.3. Quota del debito pubblico domestico sul debito totale: economie emergenti, 1900-2007.

Fonti: Società delle nazioni; Onu; altre fonti citate nell'appendice A.2.

## Durate, rendimenti e valute di denominazione del debito

Oltre a evidenziare che il debito pubblico domestico rappresenta un'ampia quota del debito totale, i dati smentiscono anche la convinzione che fino a poco tempo fa i mercati emergenti (e i paesi in via di sviluppo) non fossero mai stati in grado di indebitarsi a lungo termine. Come si può vedere dalla figura 7.4, i debiti a lungo termine rappresentano un'ampia quota dell'indebitamento totale per una considerevole parte del campione, almeno negli anni dal 1914 al 1959. Per questo sottoperiodo, il database di Società delle nazioni e Onu contiene dati considerevolmente dettagliati sulla struttura delle scadenze. Può darsi che molti lettori siano sorpresi (com'è accaduto a noi) che la tendenza moderna a privilegiare il breve termine sia un fenomeno relativamente recente, un prodotto, evidentemente, della «stanchezza da inflazione» degli anni settanta e ottanta.

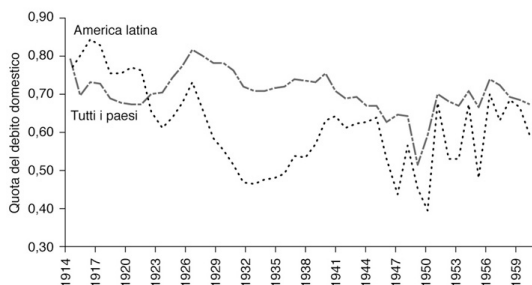


Figura 7.4. Quota a lungo termine del debito domestico: tutti i paesi e America latina, 1914-1959.

Fonti: Società delle nazioni; Onu; altre fonti citate nell'appendice A.2.

Non costituisce una particolare novità neanche il fatto che molte

economie emergenti abbiano iniziato a pagare sul debito domestico tassi di interesse orientati al mercato nel decennio che ha preceduto la crisi finanziaria del 2007. Naturalmente, nel periodo successivo alla Seconda guerra mondiale molti governi hanno esercitato un controllo molto severo sui mercati finanziari domestici, imponendo tetti bassi sui tassi dei depositi e obblighi elevati sulle riserve bancarie, e avvalendosi anche di altri strumenti come il controllo sul credito e l'obbligo per le banche commerciali e i fondi pensione di detenere nei propri portafogli quote minime di debito pubblico. In realtà, tuttavia, dai dati sui tassi di interesse relativi alla prima metà del xx secolo emerge che la repressione finanziaria non è stata né così forte né così universale. Come si può vedere nella tabella 7.1, dal 1928 al 1946 (periodo per il quale disponiamo della migliore documentazione) i tassi di interesse sulle emissioni di prestiti domestici ed esteri sono stati relativamente simili, confermando l'ipotesi che i tassi di interesse sul debito pubblico domestico siano stati determinati dal mercato, o quanto meno che abbiano rispecchiato in una considerevole misura fattori di mercato.

TABELLA 7.1

| Tassi di interesse sul debito domestico ed estero, 1928-46 |                                      |                                     |
|------------------------------------------------------------|--------------------------------------|-------------------------------------|
| Paese                                                      | Gamma dei tassi d'interesse (%)      |                                     |
|                                                            | Emissioni di debito pubblico interno | Emissioni di debito pubblico estero |
| Argentina                                                  | 3-6                                  | 3½-4½                               |
| Australia                                                  | 2-4                                  | 3,375-5                             |
| Austria                                                    | 4½-6                                 | 5                                   |
| Belgio                                                     | 3½-5                                 | 3-7                                 |
| Bolivia                                                    | ¼-8                                  | 6-8                                 |
| Brasile                                                    | 4-7                                  | 4-7                                 |
| Bulgaria                                                   | 4-6½                                 | 7-7½                                |
| Canada                                                     | 1-5½                                 | 1¼-5½                               |
| Cile                                                       | 1-8                                  | 4½-7                                |
| Colombia                                                   | 3-10                                 | 3-6                                 |
| Costa Rica                                                 | 6                                    | 5-7½                                |
| Danimarca                                                  | 2½-5                                 | 4½-6                                |
| Ecuador                                                    | 3                                    | 4-8                                 |
| Egitto                                                     | 2½-4½                                | 3½-4                                |
| Finlandia                                                  | 4-5½                                 | 2½-7                                |
| Germania                                                   | 3½-7                                 | 5½-6                                |
| Giappone                                                   | 3½-5                                 | 4-6½                                |
| Gran Bretagna                                              | 1½-4                                 | Nessun debito estero negoziabile    |
| Grecia                                                     | 3-9                                  | 3-10                                |
| India                                                      | 3-5½                                 | 3-5½                                |
| Italia                                                     | 3½-5                                 | Nessun debito estero                |
| Nicaragua                                                  | 5                                    | 4-5                                 |
| Nuova Zelanda                                              | 2¼-4                                 | 2½-5                                |
| Paesi Bassi                                                | 2¼-6                                 | Nessun debito estero                |
| Polonia                                                    | 3-7                                  | 3-7                                 |

|             |       |                      |
|-------------|-------|----------------------|
| Portogallo  | 2,1-7 | 3-4                  |
| Romania     | 3½-5  | 4-7                  |
| Spagna      | 3½-6  | 3-4                  |
| Stati Uniti | 1½-2½ | Nessun debito estero |
| Sud Africa  | 3½-6  | 3½-6                 |
| Svezia      | 2½-4½ | Nessun debito estero |
| Thailandia  | 2½-4½ | 4½-7                 |
| Turchia     | 2½-5½ | 6½-7½                |
| Ungheria    | 3½-5  | 3-7½                 |
| Uruguay     | 5-7   | 3½-6                 |
| Venezuela   | 3     | 3                    |

Fonte: Onu (1948).

Note: I tassi sui prestiti domestici si riferiscono al debito a lungo termine, per facilitare il confronto con il debito estero che ha un profilo delle scadenze simile. I tassi di interesse più elevati sono i più rappresentativi.

Un ultimo punto riguarda la dimensione del fenomeno dell'indicizzazione all'inflazione o a valute estere. Molti osservatori ritennero che la famosa emissione di debito domestico indicizzata al dollaro effettuata dal Messico all'inizio degli anni novanta (i cosiddetti *tesobonos*) costituisse un'importante innovazione. Si pensava, cioè, che «questa volta fosse davvero diverso». Oggi sappiamo che in quella vicenda non vi era niente di nuovo; l'Argentina aveva emesso titoli pubblici domestici denominati in sterline nell'ultima parte del secolo XIX e la Thailandia aveva emesso un prestito domestico indicizzato al dollaro nel decennio 1960-70. (Si vedano il riquadro 7.1 per un'illustrazione dei casi sopra citati e le appendici per le fonti.)<sup>3</sup>

#### RIQUADRO 7.1

Prestiti domestici indicizzati a valute estere: *tesobonos* thailandesi?

La nostra serie temporale di dati sul debito domestico include sessantaquattro dei sessantasei paesi che costituiscono il campione e inizia nel 1914 (e in diversi casi molto prima). In questo lungo periodo, il debito domestico è stato denominato quasi esclusivamente (soprattutto prima del 1990) nella moneta nazionale e detenuto prevalentemente da residenti domestici (generalmente banche). Vi sono state, tuttavia, notevoli eccezioni che hanno reso meno netta la distinzione tra debito domestico e debito estero. Ecco alcuni esempi.

*Il debito domestico messicano indicizzato al dollaro:*

*i «famigerati» Tesobonos*

Nel quadro di un piano di stabilizzazione dell'inflazione, verso la fine degli anni ottanta il peso messicano fu agganciato al dollaro americano attraverso una banda di oscillazione del tasso di cambio annunciata ufficialmente; si trattava, in effetti, di un ancoraggio al dollaro. All'inizio del 1994, il peso messicano fu oggetto di pressioni speculative a seguito dell'assassinio del candidato alla presidenza Luis Donaldo Colosio. Per rassicurare (soprattutto) gli investitori americani, molto esposti sui titoli del Tesoro messicano, poiché il governo era deciso a difendere il valore del peso, le autorità messicane iniziarono a

indicizzare al dollaro il considerevole stock di debito domestico a breve termine attraverso i *tesobonos*, titoli a breve termine rimborsabili in pesos ma agganciati al dollaro. Nel dicembre del 1994, quando il peso fu investito da un'altra ondata speculativa, quasi tutto il debito domestico era denominato in dollari. Prima della fine dell'anno, il peso fu lasciato libero di fluttuare; crollò immediatamente innescando, già all'inizio del 1995, un rilevante episodio di crisi gemelle, valutaria e bancaria. Se non fosse intervenuto un pacchetto di salvataggio di dimensioni record, per allora, del Fondo monetario internazionale e del governo americano, con ogni probabilità il Messico avrebbe dovuto dichiarare default sul debito sovrano. Le riserve in dollari della banca centrale si erano quasi esaurite e non sarebbero state sufficienti a coprire i titoli in scadenza. Dato che i *tesobonos* erano agganciati al dollaro e detenuti prevalentemente da non residenti, la maggioranza degli osservatori considerò la situazione come una ripetizione dell'agosto 1982, quando il Messico era andato in default sui debiti esteri nei confronti di banche commerciali americane. Una differenza non banale rispetto al citato precedente era rappresentata dal fatto che se nel 1995 fosse stato necessario porre in essere le procedure di default, queste sarebbero state soggette alla giurisdizione della legge messicana. Questo episodio accrebbe la consapevolezza in ambito internazionale delle vulnerabilità conseguenti a un massiccio ricorso all'indebitamento in valuta estera di qualsiasi tipo. L'esperienza del Messico non impedì al Brasile di emettere ingenti importi di prestiti agganciati al dollaro nel periodo che precedette la sua turbolenta uscita dal Plan Real. Sorprendentemente, la precedente crisi messicana non aveva suscitato preoccupazioni in merito alla validità o utilità di valutazioni sulla sostenibilità del debito basate esclusivamente sul debito estero. Le istituzioni multilaterali e il settore della finanza avrebbero continuato a ignorare il debito pubblico domestico per quasi un altro decennio.

*Le obbligazioni «interne» argentine denominate in sterline britanniche*

*dell'ultima parte del XIX secolo e dei primi anni del XX*

In epoca moderna, il primo esempio di cui siamo a conoscenza di prestito domestico indicizzato a una valuta estera emesso da un mercato emergente e destinato prevalentemente a non residenti proviene dall'Argentina, nel 1872.<sup>4</sup> Dopo essere andata in default sui suoi primi prestiti nel decennio 1820-30, l'Argentina è rimasta per lo più fuori dai mercati internazionali dei capitali fino all'ultima parte del decennio 1860-1870. Con alcune interruzioni, tra cui la ben nota crisi della Barings del 1890, l'Argentina emise numerosi prestiti esteri a Londra ed effettuò almeno tre ulteriori collocamenti di titoli domestici (o interni, come venivano chiamati) nel 1888, 1907 e 1909. Sia i titoli esteri sia quelli interni erano denominati in sterline. Circa un secolo più tardi, dopo che l'Argentina ebbe combattuto (e perso) una lunga guerra contro un'elevata inflazione cronica, il suo debito domestico (e anche il suo settore bancario) sarebbero diventati quasi completamente «dollarizzati».<sup>5</sup>

*Lo «strano» debito della Thailandia indicizzato al dollaro degli anni sessanta*

La Thailandia non è un paese travagliato da una storia di elevata inflazione. Nel 1950 e nel 1954 ha subito due forti svalutazioni che hanno avuto un moderato impatto inflazionistico, ma verso la fine degli anni cinquanta e all'inizio del decennio successivo la situazione non era certamente tale da spingere ad adottare forme di copertura del rischio di inflazione, come l'indicizzazione del debito o l'emissione di contratti in valuta estera. Tuttavia, per ragioni che per noi rimangono un



mistero, tra il 1961 e il 1968 il governo thailandese emise prestiti domestici indicizzati al dollaro. In quel periodo il debito domestico rappresentava l'80-90 per cento del debito pubblico. Circa il 10 per cento soltanto del debito domestico totale era indicizzato al dollaro e quindi l'episodio thailandese non ha mai rappresentato un caso rilevante di «dollarizzazione dei debiti». Non abbiamo informazioni in merito ai sottoscrittori sul mercato primario dei prestiti domestici indicizzati al dollaro; la disponibilità di dati a tale riguardo potrebbe forse contribuire a spiegare le motivazioni di queste operazioni.

---

Possiamo sintetizzare le nostre conoscenze sul debito domestico rilevando che nel corso della maggior parte della storia, per la maggioranza dei paesi (specialmente i mercati emergenti), il debito domestico ha rappresentato una quota elevata e molto importante del debito totale. Né la struttura delle scadenze di questi debiti né i tassi d'interesse ai quali sono stati emessi giustificano minimamente la prassi consolidata di ignorarli nei calcoli sulla sostenibilità del debito estero o sulla stabilità della variazione dei prezzi.

Siamo consapevoli che il nostro database ha importanti limiti. Primo, i dati si riferiscono generalmente soltanto al debito dello stato. Sarebbe auspicabile, naturalmente, disporre di serie temporali a lungo termine sul debito pubblico consolidato, comprendente l'indebitamento statale e locale e quello degli enti semipubblici garantito dallo stato. Inoltre, nel mondo molte banche centrali emettono prestiti per proprio conto, spesso per sterilizzare gli interventi sul mercato dei cambi.<sup>6</sup> Se si considerassero anche questi dati si avrebbe naturalmente una comprensione ancora migliore di quanto sia stato importante il debito pubblico domestico.

Passiamo ora a considerare alcune importanti applicazioni potenziali dei dati.

## Episodi di default domestico

I modelli teorici comprendono un'ampia gamma di ipotesi sul debito pubblico domestico. La schiacciante maggioranza dei modelli si fonda semplicemente sull'assunto che il debito venga sempre onorato. Tra questi sono compresi anche i modelli in cui la spesa pubblica in disavanzo è considerata irrilevante a causa dell'equivalenza ricardiana.<sup>7</sup> (L'equivalenza ricardiana consiste fondamentalmente nella tesi secondo la quale quando un governo riduce le imposte attraverso l'emissione di prestiti, i consumatori non spendono nemmeno in parte il maggior reddito di cui dispongono al netto delle tasse perché sono consapevoli della necessità di risparmiare per pagare le imposte in un momento successivo). Tra i modelli in cui il debito viene sempre

onorato sono compresi anche quelli in cui il debito pubblico domestico è uno dei fattori principali nella determinazione del livello dei prezzi attraverso i vincoli del bilancio statale nonché i modelli con generazioni sovrapposte.<sup>8</sup> Sono pochi gli studi che cercano di recare un contributo alla comprensione del perché gli stati onorino il debito domestico.<sup>9</sup> Tuttavia, nella letteratura prevale l'assunto che sebbene i governi possano ridurre l'indebitamento attraverso l'inflazione, i default veri e propri sul debito pubblico domestico sono estremamente rari. Questo assunto pone questi studi in netta contrapposizione con quelli sul debito pubblico estero, in cui uno dei principali temi di ricerca è proprio l'incentivo del governo ad andare in default.

In realtà, la nostra lettura dei dati storici ci porta a rilevare che i default conclamati, *de iure*, sul debito pubblico domestico, per quanto meno comuni dei default esteri, non sono affatto rari. Il nostro database comprende più di 70 casi di default conclamato (contro 250 default sul debito estero) a far tempo dal 1800.<sup>10</sup> Questi default *de iure* si sono verificati attraverso una grande varietà di meccanismi, che vanno dalla conversione forzata alla riduzione dei tassi di interesse cedolari, alla riduzione unilaterale del capitale (talvolta insieme a una conversione valutaria), alla sospensione dei pagamenti. Questi episodi sono esposti nelle tabelle 7.2, 7.3 e 7.4, mentre in figura 7.5 è rappresentata graficamente, in base ai dati aggregati, la quota dei paesi in default sul debito domestico in ogni determinato anno.

Il nostro catalogo dei default domestici è quasi sicuramente sottostimato, perché i default domestici sono di molto più difficile individuazione di quelli sul debito internazionale. Non sono ben documentati nemmeno i diffusi default sul debito domestico che si verificarono durante la Grande depressione degli anni trenta sia nelle economie avanzate sia in quelle in via di sviluppo. Per riferirsi a un caso recente si consideri, per esempio, l'Argentina. Tra il 1980 e il 2001 l'Argentina è andata tre volte in default sul debito domestico. I due default che coincisero con insolvenze sul debito estero (nel 1982 e nel 2001) attrassero una considerevole attenzione internazionale, mentre il default del 1989, che è stato di grandi dimensioni ma non ha comportato un nuovo episodio di insolvenza sul debito estero, è ben poco conosciuto al di fuori dell'Argentina.

## Alcune avvertenze in merito al debito domestico

Perché un governo dovrebbe decidere di non rimborsare affatto il debito pubblico domestico quando potrebbe liberarsi del problema semplicemente attraverso l'inflazione? Una risposta è, naturalmente, che l'inflazione genera distorsioni, specialmente nel sistema bancario e

nel settore finanziario. Possono esservi occasioni in cui, nonostante l'opzione dell'inflazione, il governo considera il ripudio del debito come il minore, o almeno il meno costoso, dei mali. I costi potenziali dell'inflazione sono particolarmente problematici quando il debito è relativamente a breve termine o è indicizzato, perché in questi casi il governo deve attuare una politica inflazionistica molto spinta per conseguire una considerevole riduzione reale dell'onere del servizio del debito. In altri casi, come negli Stati Uniti durante la Grande depressione, il default (con l'abrogazione della «clausola oro» nel 1933) rappresentava una condizione indispensabile per inflazionare nuovamente l'economia attraverso una politica fiscale e monetaria espansiva.

Naturalmente, vi sono altre forme di default di fatto (oltre all'inflazione). Un inasprimento della repressione finanziaria unitamente alla crescita dell'inflazione ha rappresentato una forma di default molto comune dagli anni sessanta all'inizio degli anni ottanta del secolo scorso. Brock sottolinea la correlazione positiva tra inflazione e riserve obbligatorie, particolarmente in Africa e America latina.<sup>11</sup> Sono anche comuni i tetti ai tassi di interesse associati a impennate inflazionistiche. Per esempio, in India, durante la ristrutturazione del debito estero degli anni 1972-76, i tassi di interesse (interbancari) erano pari al 6,6 e al 13,5 per cento rispettivamente nel 1973 e nel 1974, mentre l'inflazione balzò negli stessi anni al 21,2 e al 26,6 per cento. Questi episodi di default attraverso la repressione finanziaria di fatto non sono compresi nel nostro elenco degli eventi creditizi *de iure*; vengono considerati solo nella misura in cui l'inflazione supera la soglia del 20 per cento che abbiamo utilizzato ai fini della definizione di crisi inflazionistica.<sup>12</sup>

È evidente, quindi, che l'assunto, implicito in molti modelli teorici, che i governi onorino sempre il valore nominale del debito, non rispecchia in buona misura la realtà, particolarmente per i mercati emergenti del passato e del presente. Invitiamo, tuttavia, a non arrivare alla conclusione opposta, e cioè che i governi possano ignorare i potenti portatori di interessi domestici e quindi andare in default a piacimento (*de iure* o di fatto) sul debito domestico. Passiamo adesso ad analizzare alcune implicazioni della minaccia rappresentata da un ingente debito domestico per il default estero e per l'inflazione.

TABELLA 7.2

Selezione di episodi di default e ristrutturazione del debito domestico, 1710-1981

| Paese | Date | Commenti                                                                                              |
|-------|------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|       | 1890 | Il default si estese anche a vari prestiti obbligazionari «interni». Queste obbligazioni, sebbene non |

|                                                    |                               |                                                                                                                                                                                                   |
|----------------------------------------------------|-------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                                                    |                               | emesse a Londra, erano denominate in valuta estera (sterline britanniche) e negoziate all'estero; furono i precursori dei <i>tesobonos</i> messicani del decennio 1990-2000.                      |
| Cina                                               | Marzo 1921                    | Per definire i pagamenti in arretrato dal 1919 sulla maggior parte dei titoli pubblici, si fece ricorso a un piano di consolidamento del debito interno.                                          |
| Danimarca                                          | Gennaio 1813                  | Durante la crisi si continuò a onorare i debiti esteri, ma il debito domestico fu ridotto del 39 per cento.                                                                                       |
| Messico                                            | 30 Novembre 1850              | Dopo la ristrutturazione del debito estero nel mese di ottobre di quell'anno, il debito domestico, che era pari al 60 per cento del debito pubblico totale, fu ridotto all'incirca della metà.    |
| Perù                                               | 1850                          | I debiti domestici coloniali non furono cancellati; le loro quotazioni crollarono e tali debiti furono infine ristrutturati.                                                                      |
| Regno Unito                                        | 1749, 1822, 1834, 1888-1889   | Quelle qui considerate fanno parte di diverse conversioni in debiti a tassi di interesse cedolari più bassi. Le riduzioni dei tassi furono comprese prevalentemente tra lo 0,5 e l'1,0 per cento. |
| Russia                                             | Dicembre 1917<br>Ottobre 1918 | Ripudio dei debiti e confisca dell'oro in tutte le forme; seguì poi la confisca di tutte le attività in valuta estera.                                                                            |
| Stati Uniti                                        | Gennaio 1790                  | Nominalmente, l'interesse fu mantenuto al 6 per cento, ma una parte dell'interesse fu differita di dieci anni.                                                                                    |
| Stati Uniti (nove Stati)                           | 1841-1842                     | Tre stati ripudiarono totalmente i debiti.                                                                                                                                                        |
| Stati Uniti (Stati e molte amministrazioni locali) | 1873-1883 o 1884              | Nel 1873 dieci stati erano in default. Nel caso della Virginia Occidentale, la risoluzione si ebbe soltanto nel 1919.                                                                             |

---

Fonti: Per costruire questa tabella sono state utilizzate molte fonti, citate in Bibliografia.

TABELLA 7.3

Selezione di episodi di default o ristrutturazione del debito domestico, dall'ultima parte degli anni

| Paese              | Date                         | Commenti                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|--------------------|------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <del>Bolivia</del> | <del>1927</del>              | <del>Il pagamento degli interessi rimase in arretrato almeno fino al 1940.</del>                                                                                                                                                                                                       |
| Canada (Alberta)   | Aprile 1935                  | Fu l'unica provincia ad andare in default; la durata del default fu di dieci anni.                                                                                                                                                                                                     |
| Cina               | 1932                         | In questo primo episodio di una serie di «consolidamenti» il costo mensile del servizio del debito domestico fu ridotto della metà. I tassi di interesse furono diminuiti al 6 per cento (da più del 9 per cento) e i periodi di ammortamento vennero approssimativamente raddoppiati. |
| Grecia             | 1932                         | A cominciare dal 1932 gli interessi sul debito domestico furono ridotti del 75 per cento; il debito domestico era pari a circa un quarto del debito pubblico complessivo.                                                                                                              |
| Messico            | anni '30                     | Il servizio del debito estero venne sospeso nel 1928. Durante gli anni trenta i pagamenti degli interessi comprendevano «arretrati di spesa e pensioni civili e militari». <sup>a</sup>                                                                                                |
| Perù               | 1931                         | Dopo aver sospeso il servizio del debito estero il 29 maggio, il Perù effettuò «pagamenti parziali di interessi» sul debito domestico.                                                                                                                                                 |
| Romania            | Febbraio 1933                | Sospensione del rimborso del debito domestico ed estero (con l'eccezione di tre prestiti).                                                                                                                                                                                             |
| Spagna             | Ottobre 1936-<br>Aprile 1939 | Sospensione del pagamento degli interessi sul debito estero; si accumularono arretrati sul servizio del                                                                                                                                                                                |

|                          |                                |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|--------------------------|--------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Stati Uniti              | 1933                           | <p>debito domestico.</p> <p>Abrogazione della «clausola oro». Infatti, gli Stati Uniti si rifiutarono di pagare l'annualità in oro dovuta a Panama in base a un trattato del 1903. La controversia fu definita nel 1936, quando gli Stati Uniti pagarono l'importo concordato in <i>balboas</i> d'oro.</p>     |
| Regno Unito <sup>b</sup> | 1932                           | <p>La maggior parte del debito della Prima guerra mondiale ancora in essere fu consolidata in una rendita perpetua al tasso annuo del 3,5 per cento.</p>                                                                                                                                                       |
| Uruguay                  | Novembre 1932<br>Febbraio 1937 | <p>Dopo aver sospeso, il 20 gennaio, il rimborso del debito estero, fu sospeso anche il rimborso del debito domestico.</p>                                                                                                                                                                                     |
| Austria                  | Dicembre 1945                  | <p>Reintroduzione dello scellino, con un limite di 150 a persona; il rimanente fu collocato in conti bloccati. Nel dicembre 1947 considerevoli importi in scellini, precedentemente bloccati, furono annullati e resi del tutto privi di valore. Il 50 per cento dei depositi fu temporaneamente bloccato.</p> |
| Germania                 | 20 giugno 1948                 | <p>La riforma monetaria limitò a 40 marchi tedeschi l'importo per persona, unitamente alla parziale cancellazione e al blocco di tutti i conti.</p>                                                                                                                                                            |
| Giappone                 | 2 marzo 1946-1952              | <p>Dopo l'inflazione, il concambio uno a uno delle banconote con quelle di nuova emissione fu limitato a 100 yen per persona. I saldi in eccesso furono depositati in conti bloccati.</p>                                                                                                                      |
| Russia                   | 1947<br><br>10 aprile 1957     | <p>La riforma monetaria impose una riduzione del 90 per cento della valuta estera detenuta da privati.</p> <p>Ripudio del debito domestico (all'epoca, circa 253 miliardi di rubli).</p>                                                                                                                       |

---

fonti. Per costruire questa tabella sono state utilizzate molte fonti, citate nella bibliografia.

<sup>a</sup> Società delle nazioni, *Statistical Abstract* (vari anni).

<sup>b</sup> I debiti della Seconda guerra mondiale nei confronti degli Stati Uniti furono rimborsati solo parzialmente, a seguito di reciproco accordo. Tecnicamente il condono del debito costituisce un default.

TABELLA 7.4

| elezione di episodi di default o ristrutturazione del debito domestico, 1978-2008 |                 |                                                                                                                        |
|-----------------------------------------------------------------------------------|-----------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Paese                                                                             | Date            | Commenti                                                                                                               |
| <i>Africa</i>                                                                     |                 |                                                                                                                        |
| Angola                                                                            | 1976, 1992-2002 | Il paese andò in default sulle banconote della banca centrale (nel contesto della conversione a una nuova moneta).     |
| Camerun                                                                           | 2004            |                                                                                                                        |
| Congo (Kinshasa)                                                                  | 1979            |                                                                                                                        |
| Gabon                                                                             | 1999-2005       |                                                                                                                        |
| Ghana                                                                             | 1979-1982       |                                                                                                                        |
| Liberia                                                                           | 1989-2006       | Non vi fu default sul debito estero.                                                                                   |
| Madagascar                                                                        | 2002            |                                                                                                                        |
| Mozambico                                                                         | 1980            |                                                                                                                        |
| Ruanda                                                                            | 1995            |                                                                                                                        |
| Sierra Leone                                                                      | 1997-1998       | Ristrutturazione dei debiti domestici, che avevano scadenze inferiori all'anno per oltre il 98,5 per cento del totale. |
| Sudan                                                                             | 1991            |                                                                                                                        |
| Zimbabwe                                                                          | 2006            |                                                                                                                        |
| <i>Asia</i>                                                                       |                 |                                                                                                                        |
| Isole Salomone                                                                    | 1995-2004       | Non vi fu default sul debito estero.                                                                                   |
| Mongolia                                                                          | 1997-2000       |                                                                                                                        |
| Myanmar                                                                           | 1984, 1987      |                                                                                                                        |
| Sri Lanka                                                                         | 1996            |                                                                                                                        |
| Vietnam                                                                           | 1975            |                                                                                                                        |
| <i>Europa e Paesi dell'Est</i>                                                    |                 |                                                                                                                        |
| Croazia                                                                           | 1993-1996       | È stato il maggiore default sul debito in moneta locale (39 miliardi di dollari Usa) dopo quello del Brasile nel 1990. |
| Kuwait                                                                            | 1990-1991       |                                                                                                                        |
| Russia                                                                            | 1998-1999       |                                                                                                                        |
| Ucraina                                                                           | 1998-2000       | Le scadenze delle obbligazioni vennero prorogate unilateralmente.                                                      |
| <i>Emisfero Occidentale</i>                                                       |                 |                                                                                                                        |
| Antigua e Barbuda                                                                 | 1998-2005       | Conversione forzata del                                                                                                |
| Argentina                                                                         | 1982, 1989-1990 |                                                                                                                        |

|                       |                 |                                                                                                                                                                                                                               |
|-----------------------|-----------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                       | 2002-2005       | debito denominato in dollari Usa in debito in pesos.                                                                                                                                                                          |
| Bolivia               | 1982            | Conversione forzata in moneta locale dei depositi in dollari Usa. I depositi in valuta estera furono nuovamente consentiti nel 1985 nel quadro del piano di stabilizzazione, quando furono revocati i controlli sui capitali. |
| Brasile               | 1986-1987, 1990 | Abrogazione dell'indicizzazione all'inflazione, già prevista nei contratti originari. Il default di maggiori dimensioni (62 miliardi di dollari Usa) si verificò nel 1990.                                                    |
| Dominica              | 2003-2005       | Questo è stato l'unico caso in America Latina in cui un default sul debito domestico <i>non</i> è stato accompagnato da un default estero.                                                                                    |
| Ecuador               | 1999            |                                                                                                                                                                                                                               |
| El Salvador           | 1981-1996       |                                                                                                                                                                                                                               |
| Grenada               | 2004-2005       | Conversione forzata in pesos dei depositi in dollari. I crediti dei fornitori domestici, gli stipendi e le pensioni civili e militari erano in arretrato.                                                                     |
| Messico               | 1982            |                                                                                                                                                                                                                               |
| Panama                | 1988-1989       | Conversione forzata in moneta locale dei depositi in dollari. I depositi in valuta estera furono nuovamente consentiti nel 1988.                                                                                              |
| Perù                  | 1985            |                                                                                                                                                                                                                               |
| Repubblica Dominicana | 1975-2001       |                                                                                                                                                                                                                               |
| Suriname              | 2001-2002       |                                                                                                                                                                                                                               |
| Venezuela             | 1995-1997, 1998 |                                                                                                                                                                                                                               |

*Fonti:* Per costruire questa tabella sono state utilizzate molte fonti, citate nella bibliografia.



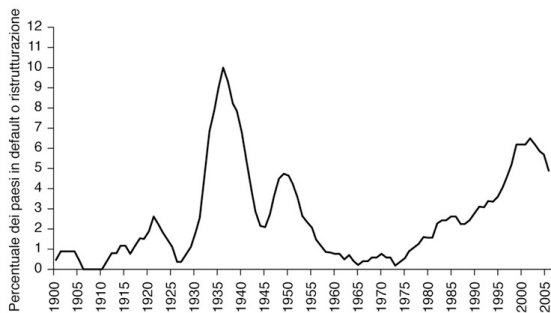


Figura 7.5. Debito domestico sovrano: percentuale dei paesi in default o ristrutturazione, 1900-2008 (medie mobili a cinque anni).

Fonti: Società delle nazioni; Reinhart, Rogoff e Savastano (2003a); Standard & Poor's; calcoli degli autori.

Nota: Aggregati non ponderati.

## 8. Il debito domestico: l'anello mancante che spiega insolvenza estera e alta inflazione

Il riconoscimento dell'importanza del debito domestico può contribuire in modo decisivo alla comprensione del perché molti paesi vadano in default o ristrutturino il debito estero al raggiungimento di soglie di indebitamento apparentemente basse. Infatti, se si tiene conto dell'onere del debito domestico, precedentemente ignorato, si rileva che spesso al momento del default si era in presenza di vincoli molto rigidi al bilancio dello stato.

In questo capitolo sottolineiamo anche che il debito domestico potrebbe spiegare il paradosso per cui alcuni governi scelgono, a quanto sembra, tassi di inflazione molto più alti rispetto ai livelli che potrebbero essere giustificati dai redditi da signoraggio sulla base monetaria. (In parole più semplici, se uno stato abusa del monopolio sull'emissione stampando moneta in modo indiscriminato, provocherà una flessione della domanda di moneta così forte che alla fine i redditi reali derivanti dalla creazione di moneta saranno inferiori a quelli che otterrebbe con un livello di inflazione più basso.) Sebbene generalmente la vasta letteratura empirica sull'alta inflazione e sull'iperinflazione non abbia tenuto conto del debito domestico, abbiamo riscontrato che in molti casi il debito pubblico domestico ignorato era almeno dello stesso ordine di grandezza della base monetaria (moneta contante più depositi delle banche private presso la banca centrale) e talvolta un multiplo della stessa.

### La soluzione dell'enigma del ripudio del debito

Iniziamo da una rivisitazione della «saggezza convenzionale» in merito al default sul debito estero e alle sue implicazioni sia per le analisi sulla sostenibilità del debito sia per le soglie di default. Nei 250 episodi di default sul debito estero del nostro database viene chiaramente evidenziato che il debito domestico ha giocato, in realtà, un ruolo considerevole nella grande maggioranza dei casi. Nella tabella 8.1 sono esposti i rapporti sia del debito estero sia del debito totale (che comprende le passività domestiche e estere) con le entrate dello stato alla vigilia di molti dei maggiori default del XIX e XX secolo. Abbiamo normalizzato il debito in base alle entrate statali perché i dati sul Pil

nominale sono incompleti o non esistono affatto per gli episodi di default avvenuti nel XIX secolo. (Per molti paesi, le fonti di riferimento standard non forniscono serie temporali continue del Pil per il XIX secolo.)<sup>1</sup> Le esportazioni, che rappresentano un dato fondamentale per valutare la capacità di un paese di assicurare il servizio del debito estero detenuto da soggetti non residenti, sono probabilmente meno importanti delle entrate statali qualora per il calcolo della sostenibilità del debito si tenga conto anche del debito pubblico domestico.

Passando a esaminare più diffusamente il nostro campione, la figura 8.1 si basa sugli ottantanove episodi di default estero avvenuti tra il 1827 e il 2003 per i quali disponiamo di tutti i dati sul debito estero, sul debito totale e sulle entrate pubbliche. Come si può vedere, in tutte le aree geografiche, eccetto l'America latina, il debito estero ha rappresentato tipicamente meno della metà del debito totale nell'anno in cui un paese è andato in default sul debito estero; per l'America latina il rapporto medio è stato più elevato, ma pur sempre pari soltanto al 60 per cento.

TABELLA 8.1

| Rapporti di indebitamento all'epoca del default: selezione di episodi |                  |                                                          |                                                          |
|-----------------------------------------------------------------------|------------------|----------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------|
| Paese                                                                 | Anno del default | Rapporto tra debito pubblico estero ed entrate pubbliche | Rapporto tra debito pubblico totale ed entrate pubbliche |
| Messico                                                               | 1827             | 18,36                                                    | 25,37                                                    |
| Spagna                                                                | 1808             | 15,53                                                    | 25,53                                                    |
| Argentina                                                             | 1829             | 12,40                                                    | 22,40                                                    |
| Germania                                                              | 1848             | 12,42                                                    | 22,42                                                    |
| Cina                                                                  | 1849             | 8,19                                                     | 13,19                                                    |
| Turchia                                                               | 1831             | 13,31                                                    | 23,31                                                    |
| Messico                                                               | 1832             | 13,32                                                    | 23,32                                                    |
| Brasile                                                               | 1833             | 13,33                                                    | 23,33                                                    |
| Filippine                                                             | 1835             | 13,35                                                    | 23,35                                                    |
| Sud Africa                                                            | 1835             | 13,35                                                    | 23,35                                                    |
| Russia                                                                | 1896             | 13,96                                                    | 23,96                                                    |
| Pakistan                                                              | 1898             | 13,98                                                    | 23,98                                                    |
| Argentina                                                             | 2002             | 20,62                                                    | 30,62                                                    |

Fonti: Vedi appendici A.1 e A.2.

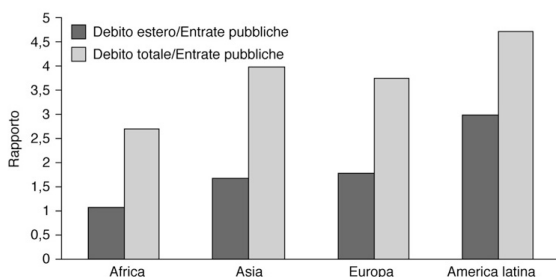


Figura 8.1. Rapporti tra debito pubblico ed entrate pubbliche durante i default esteri: ottantanove episodi, 1827-2003.

*Fonti:* Società delle nazioni; Mitchell (2003a, 2003b); Organizzazione delle nazioni unite e altre fonti citate nelle appendici A.1 e A.2.

Ecco, quindi, che facendo emergere i dati sul debito domestico è possibile dare una risposta almeno parziale a una questione fondamentale che viene posta in tutti gli studi sul debito internazionale: perché i paesi emergenti tendono ad andare in default a livelli così sorprendentemente bassi di oneri per il rimborso del debito e di rapporti tra debito e Pil?<sup>2</sup> Nel capitolo 2, per esempio, abbiamo analizzato l'evidenza empirica che dimostra che gli insolventi seriali tendono ad andare in default a livelli del rapporto tra debito e Pil inferiori alla soglia massima del 60 per cento stabilita dal Trattato di Maastricht per l'area dell'euro.<sup>3</sup> In effetti, se tiene conto del debito pubblico domestico, questa anomalia non si riscontra praticamente più.

Le figure 8.2 e 8.3, che ci consentono di vedere i dati in una prospettiva diversa, mostrano la distribuzione di frequenza (semplice e cumulata) del debito estero rispetto al Pil e del debito totale rispetto al Pil per tutti gli episodi di default sul debito estero del campione per i quali disponiamo di tutti i dati. Come si può vedere dai grafici, nell'anno del default estero i rapporti tra debito estero ed entrate pubbliche si addensano a un livello medio molto più basso rispetto ai rapporti tra debito totale ed entrate pubbliche, con una media di 2,4 contro 4,2. Questa differenza di ordine di grandezza appare coerente con quanto si riscontra anche per i singoli episodi (come evidenziato nella tabella 8.1 per alcuni casi ben noti) e risulta coerente anche per le diverse aree geografiche e nel tempo.

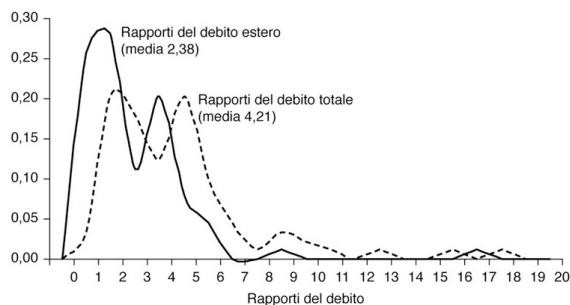


Figura 8.2. Rapporti tra debito pubblico ed entrate pubbliche durante i default esteri: distribuzione di frequenza, 1827-2003.

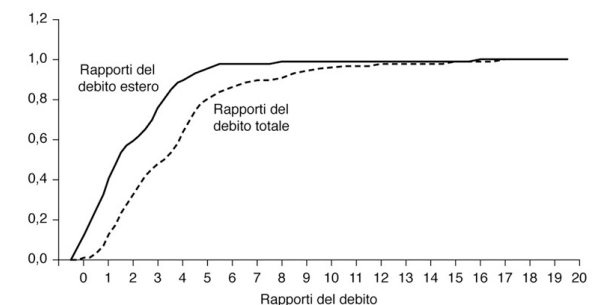


Figura 8.3. Rapporti tra debito pubblico ed entrate pubbliche durante i default esteri: distribuzione di frequenza cumulata, 1827-2003.

*Fonti:* Società delle nazioni; Mitchell (2003a, 2003b); Organizzazione delle nazioni unite; altre fonti citate nelle appendici A.1 e A.2 e calcoli degli autori.

*Nota:* Kolmogorov-Smirnov: 31,46; significativo all'1 per cento.

Naturalmente, se il debito domestico fosse ininfluenza, la distribuzione di frequenza dei rapporti relativi al debito totale al momento del default dovrebbe sovrapporsi a quella relativa al debito domestico. Dovremmo riscontrare, cioè, che alla vigilia del default il debito domestico rappresenta una quota piuttosto piccola del debito totale. Ma non è certo così e le verifiche effettuate con una batteria standard di test consentono di respingere totalmente questa ipotesi.<sup>4</sup>

## Il debito domestico prima e dopo il default estero

Nel periodo che precede e segue gli episodi di default estero il debito domestico non si mantiene stabile. Anzi, nel periodo precrisi il debito domestico fa registrare spesso la medesima frenetica accelerazione della crescita che, nella fase che precede il default estero, si riscontra

per il debito estero, come si può vedere nella figura 8.4, che mostra l'accumulazione del debito nei cinque anni che precedono il default estero, incluso quello in cui si verifica l'evento, con riferimento a tutti gli episodi del campione.

Il parallelismo tra il debito domestico e quello estero è dovuto, presumibilmente, al medesimo comportamento prociclico della politica fiscale documentato in precedenti ricerche.<sup>5</sup> Come si è ripetutamente riscontrato nel corso del tempo, i governi dei mercati emergenti sono inclini a considerare gli shock positivi come permanenti, alimentando un aumento incontrollato della spesa e dell'indebitamento pubblici che finisce in modo disastroso.<sup>6</sup> La figura 8.4 non prosegue dopo la data del default. Se proseguisse, evidenzierebbe che, dopo essere stati esclusi dai mercati internazionali dei capitali, i paesi continuano spesso ad accumulare debito pubblico domestico.

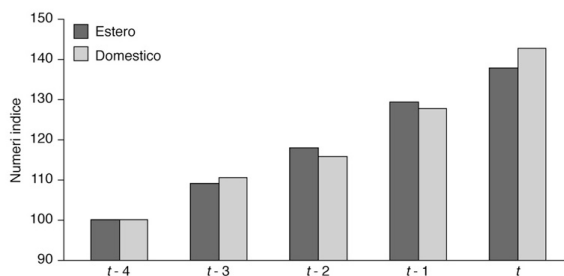


Figura 8.4. Crescita del debito pubblico domestico ed estero prima dei default esteri: ottantanove casi, 1827-2003.

Fonti: Società delle nazioni; Organizzazione delle nazioni unite; altre fonti citate nelle appendici A.1 e A.2.

Nota: L'anno del default è indicato con  $t$ ;  $t - 4 = 100$ .

La Cina precomunista (figura 8.5) rappresenta un esempio interessante e istruttivo del perché il debito domestico continua spesso a crescere dopo i default esteri. Prima dei due default, di rilevanti dimensioni, del 1921 e del 1939, il governo cinese dipendeva quasi esclusivamente dal debito estero. Ma quando l'accesso alle fonti estere gli fu precluso, il governo, che doveva comunque far fronte all'esigenza di finanziarsi, fu costretto a ricorrere ai prestiti domestici interni, malgrado la condizione di sottosviluppo dei suoi mercati finanziari. Non sorprende, quindi, che il debito pubblico domestico sia esploso nel periodo successivo ai due episodi. Verso la metà degli anni quaranta il governo della Cina faceva ricorso quasi esclusivamente al debito domestico.

## La letteratura sull'inflazione e l'«imposta da inflazione»

Un altro settore della letteratura che ha sostanzialmente ignorato il debito domestico è costituito dagli studi empirici sull'alta inflazione e sull'iperinflazione.

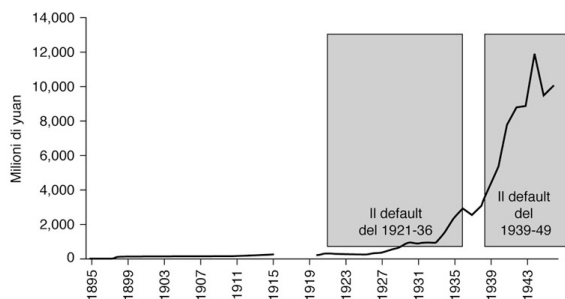


Figura 8.5. Debito pubblico domestico in circolazione: Cina, 1895-1949.

Fonti: Huang (1919); Cheng (2003); Organizzazione delle nazioni unite, dipartimento degli Affari economici (vari anni), *Statistical Yearbook*, 1948-1984; calcoli degli autori.

Nota: I dati per gli anni 1916-19 risultano mancanti.

Da Cagan in poi, i ricercatori hanno indagato prevalentemente sulle motivazioni che spingono i governi a lucrare redditi da signoraggio sulla base monetaria.<sup>7</sup> Un paradosso ricorrente in questi studi attiene proprio alle ragioni per cui i governi lascino crescere l'inflazione al di sopra del tasso di massimizzazione del signoraggio. A questa domanda sono state date molte risposte intelligenti e plausibili che chiamano in causa prevalentemente fattori quali la coerenza nel tempo e la credibilità. Tuttavia, noi avanziamo l'ipotesi che un importante fattore, che è stato invece ignorato, possa essere la presenza di un rilevante debito pubblico domestico, specialmente se si considera – come abbiamo già osservato – che una larga quota del debito era spesso a lungo termine e non indicizzata. Non ci riferiamo soltanto allo studio di rari episodi di iperinflazione ma anche al fenomeno, molto più comune, di un'inflazione alta o moderatamente alta, come, per esempio, negli studi di Dornbusch e Fischer e, successivamente, di molti altri autori.<sup>8</sup> Sebbene vi siano letteralmente centinaia di studi empirici sulla finanza inflazionistica nei paesi in via di sviluppo e nelle economie postbelliche, nelle analisi delle serie temporali il debito domestico viene raramente menzionato e ancor meno utilizzato.

Definizione della base imponibile: il debito domestico o la base monetaria?

Come nella letteratura sul debito estero, l'assunto implicito è che il debito pubblico domestico sia relativamente poco importante. Ma questa è una buona approssimazione? La tabella 8.2 induce a ritenere che in molti importanti episodi il debito domestico sia stato un fattore di notevole peso nell'indurre il governo a consentire l'inflazione, se non addirittura quello prevalente.<sup>9</sup> E quindi un confronto tra i tassi di inflazione effettivi e qualsiasi ipotetico «tasso di massimizzazione del signoraggio», calcolato soltanto con riferimento alla base monetaria, può essere spesso irrilevante.

Per esempio, nella tabella 8.2 si può vedere che quando l'inflazione balzò per la prima volta al 66 per cento in Germania nel 1920, dopo la Prima guerra mondiale, il debito domestico era pari a quasi tre volte la base monetaria. Nel caso del Brasile, il debito domestico era pari a quasi 20 volte la base monetaria.<sup>10</sup>

Ma l'importanza del debito domestico non è certamente circoscritta agli episodi di iperinflazione. Nella tabella 8.2 sono riportati anche alcuni episodi di alta inflazione. In Giappone, nel 1945, quando l'inflazione superò il 500 per cento, il debito pubblico domestico era pari a quasi l'80 per cento delle passività domestiche totali (inclusa la moneta in circolazione). In tutti i casi elencati nella tabella 8.2 il debito pubblico domestico è stato almeno dello stesso ordine di grandezza della base monetaria (con l'eccezione del caso della Norvegia nel 1918, in cui risultò leggermente inferiore).

TABELLA 8.2  
Inflazione e debito pubblico domestico: selezione di episodi, 1917-94

| Paese                            | Anno | Tasso di<br>inflazione | Rapporto tra<br>debito<br>domestico e<br>Pil | Rapporto tra<br>base<br>monetaria e<br>Pil | Rapporto tra<br>debito<br>domestico e<br>totale delle<br>passività<br>domestiche |
|----------------------------------|------|------------------------|----------------------------------------------|--------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------|
| Alcuni episodi di iperinflazione |      |                        |                                              |                                            |                                                                                  |
| Germania                         | 1918 | 100                    | 1,00                                         | 1,00                                       | 1,00                                                                             |
|                                  | 1920 | 66                     | 2,80                                         | 1,00                                       | 1,00                                                                             |
|                                  | 1923 | 2880                   | 1,00                                         | 1,00                                       | 1,00                                                                             |
| Brasile                          | 1929 | 200                    | 19,00                                        | 1,00                                       | 1,00                                                                             |
|                                  | 1937 | 200                    | 19,00                                        | 1,00                                       | 1,00                                                                             |
| Episodi di alta inflazione       |      |                        |                                              |                                            |                                                                                  |
| Germania                         | 1918 | 100                    | 1,00                                         | 1,00                                       | 1,00                                                                             |
|                                  | 1920 | 66                     | 2,80                                         | 1,00                                       | 1,00                                                                             |
| Filippine                        | 1945 | 100                    | 1,00                                         | 1,00                                       | 1,00                                                                             |
|                                  | 1946 | 100                    | 1,00                                         | 1,00                                       | 1,00                                                                             |



|          |                                                    |
|----------|----------------------------------------------------|
| Giappone | <del>289,67</del><br><del>500,15<sup>a</sup></del> |
| Grecia   | <del>60,2</del><br><del>12,2</del>                 |
| Italia   | <del>29,6</del><br><del>18,0</del>                 |
| Norvegia | <del>81,5</del><br><del>10,0</del>                 |
| Turchia  | <del>60,0</del><br><del>10,28</del>                |

---

Fonti: Vedi appendici A.1 e A.2.

Note: La «base monetaria» e il «debito» si riferiscono ai livelli all'inizio di ciascun episodio. Gli episodi di iperinflazione soddisfano i criteri della classica definizione di Cagan.

<sup>a</sup> Questo episodio non soddisfa i criteri della classica definizione di Cagan.

## Rivisitazione della «tentazione di fare inflazione»

Calcoli precisi sui vantaggi che i governi ottengono dalla riduzione del valore reale dell'indebitamento attraverso l'inflazione richiedono molte più informazioni sulla struttura delle durate del debito e sugli oneri per interessi di quelle di cui disponiamo per i vari paesi nel nostro database. Un'informazione di fondamentale importanza riguarda il punto se, e in quale misura, l'inflazione sia prevista oppure no. Per fare calcoli precisi di qualsiasi tipo bisognerebbe conoscere, inoltre, gli obblighi di riserva delle banche, le normative sui tassi di interesse, il grado di repressione finanziaria e gli altri vincoli. Ma il fatto che il debito domestico nominale sia stato di così rilevante entità in rapporto alla base monetaria in così tanti importanti episodi di alta inflazione induce a ritenere che nei futuri studi si debba riservare molta maggiore attenzione al debito.<sup>11</sup>

Abbiamo illustrato alcuni potenziali collegamenti tra default estero, inflazione e debito domestico, e sottolineato che il default attraverso l'inflazione è un'importante componente delle valutazioni in merito al default domestico. Nel prossimo capitolo rivolgeremo l'attenzione ad alcuni degli aspetti che hanno caratterizzato nell'esperienza dei vari paesi il default domestico rispetto a quello estero e che non sono stati finora studiati.

## 9. Default interno ed estero: qual è il peggiore? quale categoria di creditori è meno penalizzata?

Abbiamo visto che il debito domestico è in genere di considerevole entità, particolarmente negli episodi di default estero o di elevata inflazione. Nel cercare di capire le dinamiche delle crisi sarebbe utile, naturalmente, acquisire una migliore comprensione di quale dei due debiti (estero o interno) viene onorato per primo. In questo capitolo cerchiamo di fare un primo approfondimento di alcune importanti caratteristiche dei dati. Ovviamente, le modalità di svolgimento delle crisi differiscono da un paese all'altro e nel corso del tempo. Molti fattori, come l'indipendenza della banca centrale e il regime dei tassi di cambio, sono probabilmente rilevanti. Tuttavia, alcuni semplici confronti tra gli andamenti tendenziali della produzione e dell'inflazione nel periodo precedente e in quello successivo ai default interni ed esteri danno luogo a risultati molto significativi.<sup>1</sup>

Le nostre elaborazioni devono essere considerate soltanto indicative, per diverse ragioni. La prima è semplicemente che, prima del nostro, non esisteva alcun esauriente database sui default conclamati del debito domestico, e ancor meno sui default di fatto. Anche se siamo fiduciosi che il nostro campione consenta di avere un quadro relativamente completo dei default esteri e degli episodi di elevata inflazione, non sappiamo però, anche restringendo l'ambito dell'analisi ai soli default *de iure*, quanti episodi di default domestico potremmo aver omesso. In questo capitolo illustriamo a grandi linee come evidenti episodi di default o ristrutturazione del debito domestico siano celati negli archivi storici. Il nostro elenco dei default interni rappresenta quindi un sottoinsieme rispetto alla loro incidenza effettiva.

Un ultimo punto sul quale è opportuno soffermarsi attiene al fatto che il nostro approccio è sistematico nel documentare l'*incidenza* dei default ma non consente di valutarne la *dimensione*. Anche se il nostro database sul debito pubblico può fornire utili elementi di valutazione sulla dimensione del default o della ristrutturazione originari, dire che questi dati permettono di cogliere le peculiarità della successiva ristrutturazione o di evidenziare gli effettivi ritmi della ripresa richiederebbe uno sforzo di immaginazione. Premesse queste avvertenze, ci soffermiamo nel seguito su alcuni dei risultati più significativi.

## Il Pil reale prima e dopo i default

In primo luogo, quanto è cattiva la situazione macroeconomica alla vigilia di un default? Tipicamente, la contrazione della produzione nel periodo che precede il default sul debito domestico è notevolmente più accentuata di quella che si riscontra prima di un default sul debito estero. Come evidenziato nelle figure 9.1 e 9.2, la diminuzione media cumulativa della produzione nei tre anni che precedono una crisi del debito domestico è pari all'8 per cento. La diminuzione della produzione nel solo anno della crisi del debito domestico è pari al 4 per cento; la diminuzione media corrispondente negli eventi relativi al debito estero è pari all'1,2 per cento. Per confrontare i periodi che precedono i default interni ed esteri, abbiamo effettuato vari tipi di test per i singoli anni nonché per la variazione cumulativa verificatasi nella finestra temporale che precede il default. Quest'ultimo test comprende un totale di 224 osservazioni per le crisi domestiche (cioè, il numero di osservazioni annuali prima delle crisi domestiche) e 813 per i default esteri (cioè, come in precedenza, gli anni moltiplicati per il numero delle crisi).

Come già sottolineato, i risultati devono essere interpretati con cautela, perché molti episodi interni fanno parte di default gemelli e, conseguentemente, la produzione risente anche del limitato (o nullo) accesso al credito estero.

## L'inflazione prima e dopo i default

L'analoga elaborazione per il tasso di inflazione genera differenze ancora più marcate (figure 9.3 e 9.4). Nell'anno di un default estero l'inflazione è mediamente alta, al 33 per cento.<sup>2</sup> Ma nelle crisi domestiche si riscontra addirittura un'inflazione galoppante, pari mediamente nell'anno del default al 170 per cento.<sup>3</sup> Dopo il default domestico, l'inflazione rimane a un livello pari o superiore al 100 per cento negli anni successivi. Non desta sorpresa, quindi, che l'inadempienza attraverso l'inflazione vada di pari passo con il default domestico: prima, durante e dopo il più esplicito esproprio dei creditori conseguente al default domestico vero e proprio. La vasta letteratura scientifica sull'inflazione non ha affrontato questo tema.<sup>4</sup> Siamo pervenuti alla conclusione che il default domestico conclamato tende a verificarsi solo in tempi di gravi difficoltà macroeconomiche.

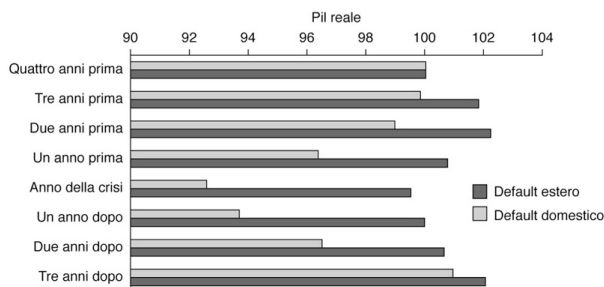


Figura 9.1. Il Pil reale prima, durante e dopo le crisi del debito domestico e estero, 1800-2008.

Fonti: Maddison (2004); Total Economy Database (2008) e calcoli degli autori.

Nota: Il Pil reale del quarto anno prima della crisi è indicizzato a 100.

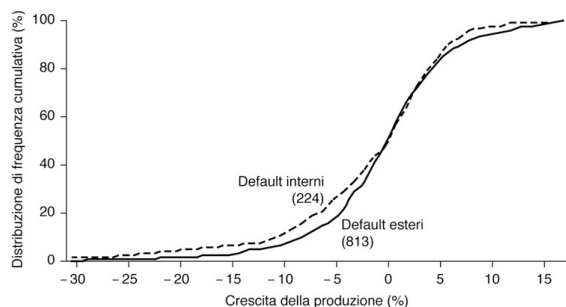


Figura 9.2. Crisi del debito domestico ed estero e Pil reale, tre anni prima della crisi e nell'anno della crisi, 1800-2008.

Fonti: Maddison (2004); Total Economy Database (2008) e calcoli degli autori.

Note: Per stabilire se due serie di dati differiscono in modo significativo si usa il test di Kolmogorov-Smirnov (test K-S). Il test K-S ha il vantaggio di non richiedere alcuna ipotesi circa la distribuzione dei dati. Il test è non parametrico e indipendente dalla distribuzione. Qui il test di Kolmogorov-Smirnov dà un valore di 8,79; significativo all'1 per cento.

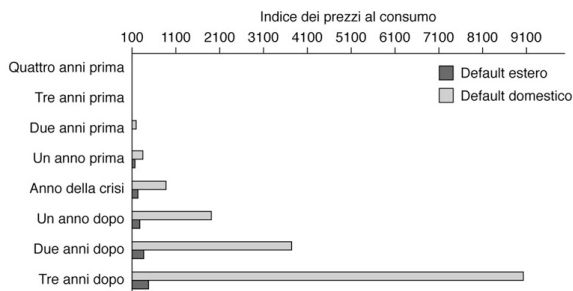


Figura 9.3. Prezzi al consumo prima, durante e dopo le crisi del debito domestico e

estero, 1800-2008.

Fonti: Fondo monetario internazionale (vari anni), *International Financial Statistics e World Economic Outlook*; altre fonti citate nell'appendice A.1; calcoli degli autori.

Nota: I prezzi al consumo del quarto anno prima della crisi sono indicizzati a 100.

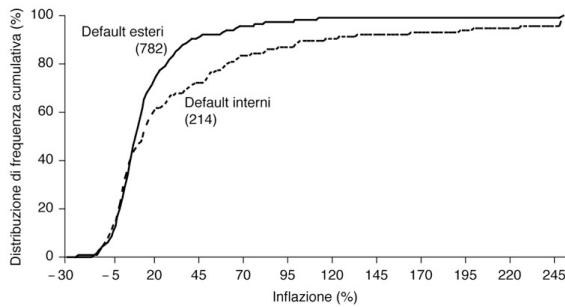


Figura 9.4. Crisi del debito domestico ed estero e inflazione, tre anni prima della crisi e nell'anno della crisi, 1800-2008.

Fonti: Fondo monetario internazionale (vari anni), *International Financial Statistics e World Economic Outlook*; altre fonti citate nell'appendice A.1; calcoli degli autori.

TABELLA 9.1

| Produzione e inflazione prima, durante e dopo i default           |               |                        |               |     |       |
|-------------------------------------------------------------------|---------------|------------------------|---------------|-----|-------|
| Test sulle medie                                                  |               |                        |               |     |       |
| Crescita reale del debito reale                                   |               |                        |               |     |       |
| Differenza                                                        |               |                        |               |     |       |
| t - 3                                                             | 20,0*         |                        |               |     |       |
| t - 2                                                             | 20,0*         |                        |               |     |       |
| t - 1                                                             | 50,0*         |                        |               |     |       |
| t (crisi)                                                         | 130,0*        |                        |               |     |       |
| t + 1                                                             | 80,0*         |                        |               |     |       |
| t + 2                                                             | 70,0*         |                        |               |     |       |
| t + 3                                                             | 100,0*        |                        |               |     |       |
| da t - 3 a t                                                      | 50,0*         |                        |               |     |       |
| da t - 1 a t + 3                                                  | 80,0*         |                        |               |     |       |
| Test di Kolmogorov-Smirnov per l'uguaglianza di due distribuzioni |               |                        |               |     |       |
| Numero di osservazioni                                            | Valore di K-S | Numero di osservazioni | Valore di K-S |     |       |
| Domestico                                                         | Estero        | Domestico              | Estero        |     |       |
|                                                                   | 224           | 813                    | da t - 3 a t  | 214 | 782   |
|                                                                   |               |                        |               |     | 20.0* |

Fonti: Fondo monetario internazionale (vari anni), *International Financial Statistics* e *World Economic Outlook*; Maddison (2004); Total Economy Database (2008); altre fonti citate nelle appendici A.1 e A.2; calcoli degli autori.

Note: I test sulle medie  $t$  ipotizzano varianze non note e disuguali. L'anno del default è indicato con  $t$ . L'asterisco (\*) indica che la differenza è statisticamente significativa al livello dell'1 per cento. Il valore critico del test di Kolmogorov-Smirnov al livello di significatività dell'1 per cento è pari a 5,16.

Nella tabella 9.1 presentiamo un approccio più analitico alla comparazione tra crescita del Pil reale e inflazione negli episodi di default sul debito domestico ed estero. Nelle colonne della tabella sono riportate le medie dei dati del campione sulla crescita economica e sull'inflazione prima e dopo i default per i due tipi di debito. Nell'ultima riga sono riportati i risultati del test di Kolmogorov-Smirnov, che è un test statistico per verificare l'uguaglianza di due distribuzioni di frequenza. Sia la crescita reale sia l'inflazione mostrano andamenti più diversificati nei default interni che in quelli esteri.

## Incidenza dei default sui debiti nei confronti dei creditori esteri e interni

Per cercare di far luce sul tema se siano più penalizzati i residenti oppure i non residenti, abbiamo costruito quattro serie temporali per il periodo 1800-2006, che evidenziano la probabilità di default estero (cioè la percentuale dei paesi del campione in default estero in un determinato anno); gli analoghi dati per gli episodi di default domestico; la probabilità di una crisi inflazionistica (definita qui come percentuale dei paesi in cui, in ogni determinato anno degli oltre duecento anni inclusi nel campione, il tasso annuo di inflazione ha superato il 20 per cento); e la somma dell'incidenza di alta inflazione e default domestico, che esprime in sintesi la misura in cui i residenti interni vengono espropriati dei loro crediti.<sup>5</sup>

Nella figura 9.5 è rappresentata la probabilità di default estero confrontata con la probabilità di default domestico, che comprende sia i casi di default attraverso l'inflazione sia i casi di default vero e proprio. Nella tabella 9.2 sono riportate alcune statistiche riassuntive dei dati sottostanti. Dall'inizio del periodo considerato e fino alla Seconda guerra mondiale, il default estero ha avuto un'incidenza più alta che nel periodo successivo.<sup>6</sup> Specificamente, nel periodo 1800-1939 la probabilità di default estero è stata di circa il 20 per cento, contro una probabilità del 12 per cento per i residenti interni. Per l'intero campione non si è riscontrata alcuna differenza statisticamente

significativa nell'incidenza dei default sui debiti verso i creditori interni rispetto a quelli esteri. Con la diffusa adozione della moneta cartacea, l'inflazione è diventata apparentemente la più pratica forma di esproprio; conseguentemente, dopo la Seconda guerra mondiale i residenti interni sono stati maggiormente penalizzati.<sup>7</sup>

Nella figura 9.6 è rappresentata la probabilità di default domestico in percentuale della probabilità di default. Un rapporto superiore a 0,5 indica che i creditori interni sono più svantaggiati, mentre un rapporto inferiore a 0,5 implica che i più penalizzati sono gli stranieri.

Comunque, questo che, ne siamo consapevoli, è un primo, ancora rozzo, tentativo di analisi dei dati dell'evidenza empirica non ci induce affatto a modificare la convinzione, già espressa in precedenza, che il debito domestico sia spesso detenuto da importanti portatori di interessi responsabili della politica economica nei paesi debitori e che quindi non possa essere semplicemente liquidato come un debito minore, un punto questo sottolineato da Allan Drazen.<sup>8</sup>

La tabella 9.2 consente di considerare in modo più sistematico la differenza di trattamento dei residenti interni e dei non residenti nel corso del tempo. Nella tabella sono riportate le medie delle probabilità dei default interni ed esteri per i paesi del campione per l'intero periodo dal 1800 al 2006 e per due sottoperiodi, prima e dopo la Seconda guerra mondiale. Come sottolineato nelle note alla tabella stessa, la probabilità che i residenti interni venissero espropriati era più alta nel periodo postbellico.

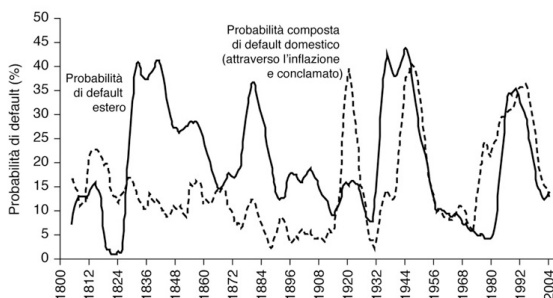


Figura 9.5. Chi viene penalizzato di più, i residenti o i non residenti? Probabilità dei default interni e esteri, 1800-2006.

Fonti: Fondo monetario internazionale (vari anni), *International Financial Statistics e World Economic Outlook*; Maddison (2004); Total Economy Database (2008); altre fonti citate nell'appendice A.1; calcoli degli autori.

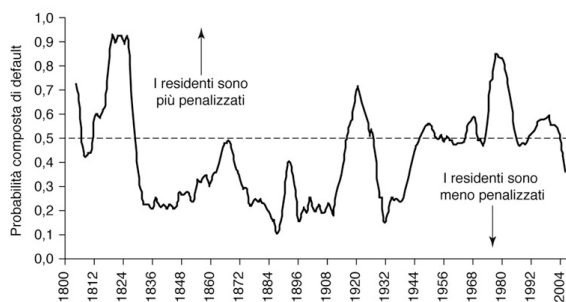


Figura 9.6. Probabilità composta di default domestico in percentuale della probabilità di default totale, 1800-2006.

Fonti: Fondo monetario internazionale (vari anni), *International Financial Statistics e World Economic Outlook*; Maddison (2004); Total Economy Database (2008); altre fonti citate nell'appendice A.1; calcoli degli autori.

TABELLA 9.2

Chi viene più penalizzato, i residenti o i non residenti? Test preliminari per l'uguaglianza di due proporzioni (distribuzione binomiale), 1800-2006

| I due campioni                                                                                       | 1800-2006 |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| Numero di osservazioni (anni) per cui è stata calcolata la probabilità di default estero e domestico | 165       |
| Probabilità di default estero                                                                        | 0,1028    |
| Probabilità composta di default domestico                                                            | 0,1108    |
| Differenza                                                                                           | -0,0080   |
| Test Z                                                                                               | -1,01725  |
| Livello di significatività                                                                           | 0,0319    |
| Chi ha subito un danno maggiore, i residenti o i non residenti?                                      |           |

Fonti: Fondo monetario internazionale (vari anni), *International Financial Statistics e World Economic Outlook*; Maddison (2004); Total Economy Database (2008); altre fonti citate nelle appendici A.1 e A.2; calcoli degli autori.

Note: Questa tabella consente di rispondere alla domanda: «La probabilità di esproprio dei residenti interni è aumentata nel periodo più recente (cioè dal 1800-1939 al 1940-2006)?» La risposta è «Sì!» Test Z: 1,4716; livello di significatività 0,0706<sup>a</sup>; l'anno del default è indicato con t. Il test statistico per l'uguaglianza di due proporzioni è calcolato come segue:

$$Z = \frac{(p_1 - p_2)}{\sqrt{P(1-P) \left( \frac{1}{n_1} + \frac{1}{n_2} \right)}} \quad \text{dove, } P = \frac{p_1 n_1 + p_2 n_2}{n_1 + n_2}$$

<sup>a</sup> La probabilità composta di default domestico è definita come la probabilità di un default conclamato sul debito domestico più la probabilità di una crisi inflazionistica



(cioè di un default attraverso l'inflazione).

\* Indica significatività al livello del 5 per cento.

\*\* Indica significatività al livello dell'1 per cento.

## Sintesi e discussione di alcune questioni particolari

Negli ultimi capitoli abbiamo presentato un nuovo, ampio insieme di dati internazionali su una variabile macroeconomica di cruciale importanza che i governi cercano spesso di sottrarre il più possibile alla vista: il debito pubblico domestico. Abbiamo presentato anche quello che riteniamo sia il primo tentativo di redigere un catalogo internazionale, che abbraccia due secoli e sessantasei paesi, dei casi di default sul debito pubblico domestico.

La nostra prima analisi dei dati ci induce a suggerire che i ricercatori dovrebbero rivisitare la letteratura empirica sulla sostenibilità del debito pubblico estero e sulle motivazioni che inducono i governi a favorire lo sviluppo di un'elevata inflazione e dell'iperinflazione, prendendo in considerazione i nuovi dati sul debito pubblico domestico ora disponibili e, ove possibile, definizioni più ampie di debito pubblico o di debito garantito dallo stato. Naturalmente, l'impatto del debito domestico sull'inflazione e sul default estero si manifesta con differenti modalità nei diversi episodi e nelle diverse circostanze. In alcuni casi il debito domestico viene eliminato attraverso un'elevata inflazione; in altri casi, gli stati vanno in default sul debito estero.

Come mai il debito pubblico domestico dei mercati emergenti è uscito dai radar di molti economisti? Molti ricercatori, la cui attenzione era rivolta esclusivamente alle difficoltà per le economie di mercato emergenti di emettere prestiti nel contesto di inflazione estremamente elevata degli anni ottanta e novanta, ritenevano semplicemente che nessuno sarebbe stato disposto a concedere credito in moneta locale al governo cleptocratico di un mercato emergente. Sicuramente, nessuno si sarebbe fidato che un governo del genere avrebbe resistito alla tentazione di utilizzare l'inflazione per ridurre il debito fino praticamente ad azzerarlo. L'implicazione logica era che non dovesse esistere debito pubblico denominato in moneta locale. Per la verità, alcuni ricercatori hanno considerato tale possibilità. Alesina e Tabellini, per esempio, hanno studiato un caso teorico in cui il debito domestico veniva onorato prima del debito estero.<sup>9</sup> Ma mancando i dati e persino la consapevolezza dell'esistenza di significativi importi di debito pubblico domestico praticamente in tutti i paesi (anche nella fase in cui erano ancora mercati emergenti), questi esempi isolati non hanno avuto grande influenza sulla letteratura accademica o politica

dominante.

La mancanza di trasparenza dimostrata da tanti governi e istituzioni multilaterali che non si curano di rendere facilmente disponibili serie temporali di dati sul debito domestico è davvero incomprensibile. Dopo tutto, questi governi, per finanziarsi, si rivolgono con continuità al mercato domestico ed estero. In generale, è probabile che l'incertezza in merito a come un governo si è comportato in precedenza in tema di rimborso dei debiti, contribuisca a far aumentare il premio per il rischio sulle nuove emissioni. È poi ancora più sorprendente che gli investitori mondiali non pretendano di ottenere informazioni storiche rilevanti per il valore dei titoli che si propongono di acquistare. Qualsiasi società emittente di carte di credito vuole conoscere la storia degli acquisti e dei rimborsi di un consumatore, che tipo di oneri debitori ha sopportato in passato e in quali circostanze. L'informazione storica è certamente rilevante anche per gli stati.

Si può soltanto supporre che molti governi vogliano proprio che i mercati dei capitali siano pienamente consapevoli dei rischi che corrono accumulando debiti e garanzie sui debiti, per timore di dover pagare costi di finanziamento molto più elevati. La pubblicazione dei dati storici indurrebbe gli investitori a chiedere perché non si possano rendere disponibili anche i dati attuali. Si potrebbe pensare, infatti, che i governi meno prodighi avrebbero tutto l'interesse ad aprire più prontamente i loro libri ed essere premiati per tale comportamento con tassi di interesse più bassi. Questa trasparenza metterebbe a sua volta sotto pressione i prenditori più deboli. Tuttavia, oggi persino gli Stati Uniti adottano un sistema contabile straordinariamente opaco, pieno di garanzie fuori bilancio potenzialmente onerose. Per contrastare l'ultima crisi finanziaria, il governo americano (incluso il Federal Reserve Board) si è addossato ingenti garanzie fuori bilancio, assumendosi passività che, in termini attuariali – valutandole al tempo del salvataggio – erano, presumibilmente, all'incirca dello stesso ordine di grandezza delle spese per la difesa, se non più alte. La ragione per cui così tanti governi non facilitano l'inserimento della storia del loro debito nei database correnti è un importante tema che potrà essere oggetto di approfondimento di future ricerche.

Da un punto di vista normativo, sarebbe logico che un ente internazionale, svolgendo un compito meritorio nell'interesse generale, potesse imporre (o almeno promuovere) requisiti minimi di pubblicità dei dati e di trasparenza per tutti i paesi. È davvero strano, in effetti, che le attuali istituzioni finanziarie internazionali non si siano mai assunte il compito di pubblicare sistematicamente i dati sul debito pubblico, specialmente alla luce del loro supposto ruolo di vigilanza nel mettere sull'avviso i responsabili della politica economica

e gli investitori sui rischi di crisi. Sembra, al contrario, che il sistema abbia completamente dimenticato la storia del debito domestico, come se l'odierno sviluppo dei mercati del debito pubblico interno fosse qualcosa di interamente nuovo e diverso.<sup>10</sup> Ma, come emerge con sorprendente evidenza dai nostri dati storici sul debito domestico delle amministrazioni centrali degli stati, ciò non potrebbe essere più lontano dalla realtà. Abbiamo anzi ragione di ritenere che i nostri dati abbiano portato alla luce solo la punta dell'iceberg per quanto attiene a una piena comprensione delle passività esplicite e potenziali del settore pubblico.

## QUARTA PARTE

### Crisi bancarie, inflazione e crisi valutarie

Con il tempo, i paesi possono riuscire a non ricadere più in ricorrenti episodi di elevata inflazione, ma nessun paese è finora riuscito a vincere le crisi bancarie.

## 10. Le crisi bancarie

Sebbene molte economie che oggi fanno parte di quelle avanzate siano riuscite a superare la fase dei default seriali sul debito sovrano o delle crisi inflazionistiche a tassi particolarmente elevati, il superamento delle crisi bancarie si è dimostrato finora illusorio. Se si guarda alle esperienze delle economie avanzate nel periodo 1800-2008 emerge, infatti, un quadro di crisi bancarie ricorrenti.

Fino a poco tempo fa, gli studi sulle crisi bancarie si concentravano su episodi tratti dalla storia dei paesi avanzati (soprattutto sui casi di panico bancario verificatisi prima della Seconda guerra mondiale) oppure sulle esperienze di paesi capitalistici emergenti dell'epoca attuale.<sup>1</sup> Questa dicotomia è stata originata, probabilmente, dalla convinzione che per le economie avanzate le crisi finanziarie destabilizzanti, sistemiche, che coinvolgono molti paesi, appartenessero al passato.<sup>2</sup> La Seconda grande contrazione, la crisi finanziaria mondiale che ha recentemente travolto gli Stati Uniti e l'Europa, ha demolito questa opinione erranea, sebbene con un costo sociale molto alto.

Come dimostreremo in questo capitolo, le crisi bancarie hanno colpito per lungo tempo tanto i paesi ricchi quanto quelli poveri. È quanto abbiamo riscontrato sul nostro campione di base costituito da sessantasei paesi (e anche su un campione più ampio utilizzato per alcune elaborazioni). Abbiamo analizzato le crisi bancarie a partire dal panico finanziario in Danimarca durante le Guerre napoleoniche e fino alla recente «prima crisi finanziaria globale del XXI secolo». L'incidenza delle crisi bancarie si dimostra notevolmente simile sia nei paesi ad alto reddito sia in quelli a reddito medio-basso. Il numero delle crisi è anzi particolarmente alto nei centri finanziari mondiali: Francia, Regno Unito e Stati Uniti. Sono forse ancora più sorprendenti le similarità qualitative e quantitative tra gruppi reddituali anche molto diversi e che si riscontrano nonostante nell'epoca moderna i paesi ricchi siano stati relativamente immuni da default del debito sovrano.

Ai fini dello studio delle crisi bancarie, è opportuno richiamare tre caratteristiche dai dati su cui si fonda questo libro. Primo, come già detto, i nostri dati sulle crisi bancarie vanno indietro nel tempo fino al 1800. Secondo, per quanto è a nostra conoscenza, siamo i primi ad analizzare l'andamento dei prezzi degli immobili in concomitanza con le principali crisi bancarie nelle economie di mercato emergenti

dell'Asia, dell'Europa e dell'America latina. I nostri dati sui paesi capitalistici emergenti facilita i confronti, in termini sia di durata sia di dimensione, con i cicli, meglio documentati, dei prezzi immobiliari nelle economie avanzate, i quali, come è noto da tempo, svolgono un ruolo di primaria importanza nelle crisi finanziarie. Abbiamo riscontrato che i cicli dei prezzi dei beni immobili in concomitanza con le crisi bancarie sono simili per durata e ampiezza per i due gruppi di paesi. Questo risultato è sorprendente, considerato che quasi tutte le altre serie temporali macroeconomiche e finanziarie (relative al reddito, ai consumi, alla spesa pubblica, ai tassi di interesse ecc.) fanno registrare nei mercati emergenti una maggiore incostanza.<sup>3</sup> Terzo, la nostra analisi si avvale degli esaurienti dati storici sulle entrate fiscali e sull'indebitamento delle amministrazioni centrali degli stati che abbiamo raccolto (come esposto in dettaglio nel capitolo 3). Questi dati consentono di vedere in una nuova prospettiva le conseguenze fiscali delle crisi finanziarie e in particolare di metterne in evidenza le implicazioni per le entrate fiscali e per il debito pubblico, che sono molto più importanti di quelle relative al più ristretto ambito su cui si concentra generalmente la letteratura, e cioè i costi del salvataggio.

Abbiamo riscontrato che le crisi bancarie causano quasi sempre un'accentuata flessione delle entrate fiscali, mentre altri fattori che contribuiscono ad aggravare i deficit di bilancio possono comprendere gli effetti di meccanismi automatici di stabilizzazione fiscale, le politiche fiscali anticicliche e i maggiori oneri per interessi dovuti a più alti premi per il rischio e a declassamenti del merito di credito (particolarmente, ma non solo, per i paesi capitalistici emergenti). In media, nell'epoca moderna, nei tre anni che seguono una crisi bancaria il debito pubblico reale aumenta dell'86 per cento. (In altri termini, se il debito dell'amministrazione centrale dello stato era pari a 100 miliardi di dollari all'inizio della crisi, dopo tre anni, al netto dell'inflazione, raggiungerebbe i 186 miliardi di dollari.) Queste conseguenze fiscali, che includono sia i costi diretti sia quelli indiretti, sono maggiori di un ordine di grandezza rispetto ai costi sostenuti generalmente per il salvataggio delle banche. Il fatto che queste grandezze siano comparabili nelle economie avanzate e nelle economie di mercato emergenti merita ancora una volta una sottolineatura. Naturalmente, sia i costi del salvataggio sia gli altri costi fiscali dipendono da numerosi fattori di ordine politico ed economico, e specialmente dalla risposta politica e dalla gravità dello shock reale che innesci tipicamente la crisi.<sup>4</sup>

Premessa sulla teoria delle crisi bancarie

### *Le crisi bancarie nei sistemi finanziari repressi*

Il nostro campione comprende essenzialmente due tipi di crisi bancarie. Il primo è comune nei paesi poveri in via di sviluppo dell'Africa e in altre aree geografiche, sebbene faccia talvolta la sua comparsa anche in mercati emergenti più ricchi come, per esempio, l'Argentina. Queste crisi sono in realtà una forma di default domestico di cui i governi si avvalgono nei paesi in cui la *financial repression* rappresenta un'importante forma di tassazione. In regime di repressione finanziaria, le banche sono strumenti che consentono ai governi di spremere dai cittadini imposte indirette più alte attraverso il monopolio dell'intero sistema dei risparmi e dei pagamenti, non soltanto della moneta. Lo stato costringe i residenti locali a depositare i risparmi nelle banche, offrendo loro poche altre opzioni (o nessuna). Quindi imbottiscono le banche di debito pubblico attraverso le riserve obbligatorie o altri meccanismi. Ciò consente allo stato di finanziare parte del debito pubblico a tassi di interesse molto bassi; la repressione finanziaria costituisce pertanto una forma di tassazione. I cittadini depositano i loro soldi nelle banche perché vi sono pochi altri posti sicuri per i loro risparmi. Il governo, a sua volta, emana regolamenti e restrizioni per obbligare le banche a utilizzare i depositi per finanziare il debito pubblico. Naturalmente, nei casi in cui le banche sono di proprietà dello stato, il governo non deve far altro che impartire istruzioni alle banche affinché provvedano a finanziarlo.

Spesso i governi possono rendere ancora più pesante la tassazione da repressione finanziaria, e lo fanno nella realtà, imponendo massimali ai tassi di interesse e creando nello stesso tempo inflazione. A titolo di esempio, è proprio quello che ha fatto l'India all'inizio degli anni settanta del secolo scorso, quando da un lato ha imposto un tetto del 5 per cento sugli interessi bancari e dall'altro ha fatto crescere l'inflazione fino a superare il 20 per cento. Talvolta nemmeno questo basta a soddisfare l'insaziabile bisogno dei governi di ottenere entrate sul risparmio, e allora sospendono del tutto il rimborso dei debiti (ponendo in essere un default domestico). Il default domestico costringe le banche, a loro volta, all'insolvenza sulle loro passività, e così i depositanti perdono, in parte o in toto, i loro soldi. (Può darsi che, in alcuni casi, il governo abbia posto in essere forme di garanzia sui depositi, ma in caso di default disconosce anche questa promessa.)

### *Crisi bancarie e corse agli sportelli*

Le crisi bancarie vere e proprie, cioè quelle che si verificano di solito nelle economie avanzate e in quelle emergenti, sono qualcosa di completamente diverso. Come abbiamo rilevato nell'introduzione, il ruolo delle banche nella trasformazione delle scadenze -

trasformazione delle disponibilità a breve termine derivanti dai depositi in prestiti a lungo termine – le rende particolarmente vulnerabili ai panici bancari.<sup>5</sup> Tipicamente, le banche si indebitano a breve termine sotto forma di depositi a risparmio e in conto corrente (che in teoria possono essere ritirati con breve preavviso). In pari tempo, concedono prestiti a scadenze più lunghe, sotto forma di prestiti diretti alle imprese nonché di titoli a scadenza più lunga e a più alto rischio. In tempi normali, le banche mantengono in forma liquida risorse più che sufficienti a fronteggiare un aumento nel ritiro dei depositi. Ma durante un episodio di panico bancario la fiducia nei confronti della banca crolla e i depositanti corrono in massa a ritirare i propri risparmi. Per far fronte ai rimborsi, la banca è costretta a liquidare le proprie attività in condizioni di emergenza, a prezzi che sono tipicamente di realizzo, specialmente se le attività della banca sono costituite da impieghi estremamente illiquidi o con caratteristiche particolari (come i prestiti alle imprese locali, sulle quali la banca dispone di informazioni molto migliori rispetto ad altri investitori). Il problema di dover liquidare le attività a prezzi di realizzo si può estendere a una gamma di *assets* molto più ampia durante una crisi bancaria sistemica del tipo di cui ci occupiamo in questa sede. I portafogli di attività delle banche presentano spesso ampie similarità, e se tutte le banche cercano di vendere all'istante, il mercato potrebbe prosciugarsi completamente. *Assets* relativamente liquidi in tempi normali possono diventare a un tratto estremamente illiquidi, proprio quando le banche ne hanno maggiore bisogno.

Così, anche se una banca sarebbe assolutamente solvibile in assenza di una corsa al ritiro dei depositi, il suo bilancio può essere devastato dall'esigenza di liquidare *assets* a prezzi di realizzo. In tal caso, la corsa agli sportelli produce inevitabilmente proprio gli effetti paventati (è cioè *self-fulfilling*). Si tratta, cioè, di un altro esempio di equilibri multipli, con caratteristiche simili al caso in cui i creditori di un paese rifiutano tutti insieme di rifinanziare l'indebitamento a breve termine. In caso di panico bancario, sono i depositanti che, in sostanza, si rifiutano di rifinanziare il debito.

In pratica, vi sono molti modi in cui i sistemi bancari possono fronteggiare una corsa al ritiro dei depositi. Se il panico investe una singola banca, questa può essere in grado di contrarre prestiti da un pool di altre banche private che si prestano vicendevolmente garanzie sull'assicurazione dei depositi. Se però il panico investe un ampio numero di istituti, il pool privato di assicurazione non funzionerà. Un esempio di questo tipo è rappresentato dalla crisi finanziaria dei mutui *subprime* verificatasi negli Stati Uniti nel 2007, perché aleatori mutui ipotecari erano molto diffusi nel settore bancario. Le crisi valutarie,



che negli anni novanta del secolo scorso hanno investito molte economie in via di sviluppo, costituiscono un altro esempio di crisi finanziaria sistemica che coinvolge quasi tutte le banche di un paese. Nei due tipi di crisi cui abbiamo appena fatto riferimento, la causa scatenante è rappresentata da una perdita reale del settore bancario. Se non viene meno la fiducia nei confronti del sistema bancario, il problema può essere gestibile. Se invece si trasforma in panico bancario, può far andare in bancarotta l'intero sistema, trasformando un evento dannoso in un problema devastante. Diamond e Dybvig sostengono che l'assicurazione dei depositi può prevenire gli episodi di panico bancario, ma il loro modello non considera che, in mancanza di normative efficaci, l'assicurazione dei depositi può indurre le banche ad assumere rischi eccessivi.<sup>6</sup>

In generale, gli episodi di panico bancario non sono altro che un importante esempio della fragilità dei debitori, pubblici e privati, che operano con una leva finanziaria molto alta, come rilevato nell'introduzione al presente volume. L'implosione del sistema finanziario statunitense nel 2007-08 è stata causata proprio dal fatto che molte imprese finanziarie operanti al di fuori del tradizionale settore bancario regolamentato hanno finanziato i loro investimenti illiquidi con prestiti a breve termine. Nei sistemi finanziari moderni non sono solo le banche a essere esposte al rischio di crisi di fiducia, ma anche altri tipi di istituzioni finanziarie che detengono portafogli finanziati con una leva molto alta e indebitamento a breve termine.

#### *Perché le recessioni accompagnate da crisi bancarie sono così pericolose*

Le crisi finanziarie gravi si verificano raramente in un contesto isolato. Più che essere l'elemento scatenante della recessione, ne costituiscono più spesso un meccanismo di amplificazione: un'inversione della crescita della produzione provoca una serie di insolvenze sui prestiti bancari, costringendo le banche a ridurre l'erogazione di nuovi prestiti; ciò causa un'ulteriore flessione della produzione e ulteriori problemi di rimborso, e così di seguito. Inoltre, le crisi bancarie sono spesso accompagnate da altri tipi di crisi, come le crisi valutarie, le crisi del debito domestico ed estero e le crisi inflazionistiche; ci soffermeremo più diffusamente sulla concomitanza e sulla tempistica delle crisi nel capitolo 16. È opportuno avvertire, quindi, che le evidenze di questa prima analisi della nostra lunga serie temporale di dati non devono essere interpretate come una conferma definitiva degli effetti causali delle crisi bancarie; vi è un'area relativamente nuova in cui c'è ancora molto lavoro da fare.

Ciò premesso, la letteratura teorica ed empirica sui modi in cui le crisi finanziarie possono influire sulle attività reali è estremamente

ampia e ben documentata. Uno degli studi più autorevoli è stato proposto nel 1983 da Bernanke, il quale ha osservato che all'inizio degli anni trenta del secolo scorso, quando è fallita quasi la metà delle banche americane, la ricostituzione della capacità di concedere credito del sistema finanziario ha richiesto molto tempo. Secondo Bernanke, il collasso del sistema finanziario è stato una delle principali ragioni per cui la Grande depressione è durata, tra alti e bassi, per un decennio invece di finire in uno o due anni, come avviene per una normale recessione. (Com'è noto, Bernanke nel 2006 è diventato presidente della Federal Reserve e ha avuto quindi l'opportunità di mettere in pratica le sue intuizioni accademiche durante la Seconda grande contrazione, iniziata nel 2007.)

In un successivo lavoro in collaborazione con Mark Gertler, Bernanke ha presentato un modello teorico per dimostrare come la presenza di imperfezioni nel mercato finanziario, a causa delle asimmetrie nelle informazioni in possesso di creditori e debitori, possa determinare un'amplificazione degli shock di politica monetaria.<sup>7</sup> Nel modello di Bernanke-Gertler una diminuzione della ricchezza (dovuta, per esempio, a un calo della produttività) ha un effetto più che proporzionale sulla produzione in quanto le imprese sono costrette a ridurre i loro programmi di investimento. Le imprese sono costrette a ridurre gli investimenti perché, a seguito del calo degli utili non distribuiti, devono finanziare una più ampia quota dei loro progetti di investimento con finanziamenti esterni più costosi anziché con risorse, relativamente poco costose, di formazione interna. Le recessioni causano una perdita sulle attività in garanzia, che si amplifica attraverso il sistema finanziario.

Kiyotaki e Moore descrivono una dinamica simile in un modello intertemporale più articolato, mostrando come un crollo dei prezzi dei terreni (come quello avvenuto in Giappone nella prima parte del decennio 1990-2000) possa pregiudicare le garanzie di un'impresa, determinando una flessione degli investimenti che causa un'ulteriore flessione dei prezzi degli immobili, e via di seguito.<sup>8</sup>

Nel suo saggio del 1983 Bernanke ha sottolineato che la contrazione del credito durante le recessioni è particolarmente forte per le imprese medio-piccole che non hanno marchi largamente conosciuti sul mercato e hanno quindi possibilità molto minori delle grandi aziende di accedere al mercato obbligazionario o a quello azionario in alternativa a forme di finanziamento basate essenzialmente su rapporti consolidati con la finanza bancaria. Molti studi successivi hanno confermato che le imprese medio-piccole soffrono in misura molto maggiore durante le recessioni, e buona parte dell'evidenza empirica ne fa risalire la causa principale al credito bancario.<sup>9</sup> Non ci

soffermeremo oltre sulla vasta letteratura teorica in tema di mercati finanziari ed economia reale se non per dire che la tesi secondo cui il collasso del sistema bancario di un paese può avere implicazioni molto rilevanti per il suo sviluppo trova conferma in importanti studi teorici ed empirici.<sup>10</sup>

Passiamo adesso a considerare l'evidenza empirica. Alla luce della vulnerabilità del sistema bancario agli episodi di panico, e tenuto conto dell'evidenza teorica ed empirica sul ruolo determinante delle crisi bancarie nell'amplificazione delle recessioni, non deve certo sorprendere se i paesi incontrano maggiori difficoltà per il superamento delle crisi finanziarie che non nel riuscire a sottrarsi a una lunga storia di crisi del debito sovrano. Per queste ultime è possibile parlare di «apprendimento», e molti paesi sono riusciti, infatti, a non ricadere in default ormai da qualche secolo. Ma finora nessuno tra i maggiori paesi è riuscito a evitare le crisi bancarie.

TABELLA 10.1

Crisi del debito e crisi bancarie, Africa e Asia, dall'anno dell'indipendenza al 2000

| Paese                    | Percentuale degli anni in<br>default o ristrutturazione<br>dall'indipendenza o dal 1800 | Percentuale degli anni in<br>crisi bancaria<br>dall'indipendenza o dal 1800 |
|--------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------|
| <i>Africa</i>            |                                                                                         |                                                                             |
| Algeria                  | 13,3                                                                                    | 6,4                                                                         |
| Angola                   | 59,4                                                                                    | 17,6                                                                        |
| Costa d'Avorio           | 48,9                                                                                    | 8,2                                                                         |
| Egitto                   | 3,4                                                                                     | 5,6                                                                         |
| Kenya                    | 13,6                                                                                    | 19,6                                                                        |
| Marocco                  | 15,7                                                                                    | 3,8                                                                         |
| Mauritius                | 0,0                                                                                     | 2,4                                                                         |
| Nigeria                  | 21,3                                                                                    | 10,2                                                                        |
| Repubblica Centrafricana | 53,2                                                                                    | 38,8                                                                        |
| Sud Africa               | 5,2                                                                                     | 6,3                                                                         |
| Tunisia                  | 9,6                                                                                     | 9,6                                                                         |
| Zambia                   | 27,9                                                                                    | 2,2                                                                         |
| Zimbabwe                 | 40,5                                                                                    | 27,3                                                                        |
| <i>Asia</i>              |                                                                                         |                                                                             |
| Cina                     | 13,0                                                                                    | 9,1                                                                         |
| Corea                    | 0,0                                                                                     | 17,2                                                                        |
| Filippine                | 16,4                                                                                    | 19,0                                                                        |
| Giappone                 | 5,3                                                                                     | 8,1                                                                         |
| India                    | 11,7                                                                                    | 8,6                                                                         |
| Indonesia                | 15,5                                                                                    | 13,3                                                                        |
| Malaysia                 | 0,0                                                                                     | 17,3                                                                        |
| Myanmar                  | 8,5                                                                                     | 13,1                                                                        |
| Singapore                | 0,0                                                                                     | 2,3                                                                         |
| Sri Lanka                | 6,8                                                                                     | 8,2                                                                         |
| Taiwan                   | 0,0                                                                                     | 11,7                                                                        |
| Thailandia               | 0,0                                                                                     | 6,7                                                                         |

Fonti: Calcoli degli autori; Purcell e Kaufman (1993); Kaminsky e Reinhart (1999);

Bordo *et al.* (2001); Reinhart, Rogoff e Savastano (2003a) e fonti ivi citate; Caprio *et al.* (2005); Jácome (2008); Standard & Poor's. Vedi anche appendice A.2.

Nota: I dati relativi ai paesi che hanno conseguito l'indipendenza prima del 1800 si riferiscono al periodo 1800-2008.

**TABELLA 10.2**

Crisi del debito e crisi bancarie: Europa, America latina, Nord America e Oceania, dall'anno dell'indipendenza al 2008

| Paese                 | Percentuale degli anni in default o ristrutturazione dall'indipendenza o dal 1800 | Percentuale degli anni in crisi bancaria dall'indipendenza o dal 1800 |
|-----------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------|
| <i>Europa</i>         |                                                                                   |                                                                       |
| Austria               | 17,4                                                                              | 1,9                                                                   |
| Belgio                | 0,0                                                                               | 7,3                                                                   |
| Danimarca             | 0,0                                                                               | 7,2                                                                   |
| Finlandia             | 0,0                                                                               | 8,7                                                                   |
| Francia               | 0,0                                                                               | 11,5                                                                  |
| Germania              | 13,3                                                                              | 6,2                                                                   |
| Grecia                | 50,6                                                                              | 4,4                                                                   |
| Italia                | 3,4                                                                               | 8,7                                                                   |
| Norvegia              | 0,0                                                                               | 15,7                                                                  |
| Paesi Bassi           | 6,3                                                                               | 1,9                                                                   |
| Polonia               | 32,6                                                                              | 5,6                                                                   |
| Portogallo            | 10,6                                                                              | 2,4                                                                   |
| Regno Unito           | 0,0                                                                               | 9,2                                                                   |
| Romania               | 23,3                                                                              | 7,8                                                                   |
| Russia                | 39,1                                                                              | 1,0                                                                   |
| Spagna                | 23,7                                                                              | 8,1                                                                   |
| Svezia                | 0,0                                                                               | 4,8                                                                   |
| Turchia               | 15,5                                                                              | 2,4                                                                   |
| Ungheria              | 37,1                                                                              | 6,6                                                                   |
| <i>America latina</i> |                                                                                   |                                                                       |
| Argentina             | 32,5                                                                              | 8,8                                                                   |
| Bolivia               | 22,0                                                                              | 4,3                                                                   |
| Brasile               | 25,4                                                                              | 9,1                                                                   |
| Cile                  | 27,5                                                                              | 5,3                                                                   |
| Colombia              | 36,2                                                                              | 3,7                                                                   |
| Costa Rica            | 38,2                                                                              | 2,7                                                                   |
| Ecuador               | 58,2                                                                              | 5,6                                                                   |
| El Salvador           | 26,3                                                                              | 1,1                                                                   |
| Guatemala             | 34,4                                                                              | 1,6                                                                   |
| Honduras              | 64,0                                                                              | 1,1                                                                   |
| Messico               | 44,6                                                                              | 9,7                                                                   |
| Nicaragua             | 45,2                                                                              | 5,4                                                                   |
| Panama                | 27,9                                                                              | 1,9                                                                   |
| Paraguay              | 23,0                                                                              | 3,1                                                                   |
| Perù                  | 40,3                                                                              | 4,3                                                                   |
| Repubblica Dominicana | 29,0                                                                              | 1,2                                                                   |
| Uruguay               | 12,8                                                                              | 3,1                                                                   |
| Venezuela             | 38,4                                                                              | 6,2                                                                   |
| <i>Nord America</i>   |                                                                                   |                                                                       |
| Canada                | 0,0                                                                               | 8,3                                                                   |
| Stati Uniti           | 0,0                                                                               | 13,0                                                                  |

|                |     |     |
|----------------|-----|-----|
| <i>Oceania</i> |     |     |
| Australia      | 0,0 | 5,7 |
| Nuova Zelanda  | 0,0 | 4,0 |

---

*Fonti:* Calcoli degli autori; Purcell e Kaufman (1993); Kaminsky e Reinhart (1999); Bordo *et al.* (2001); Reinhart, Rogoff e Savastano (2003a) e fonti ivi citate; Caprio *et al.* (2005); Jácome (2008); Standard & Poor's. Vedi anche appendice A.2.

## Crisi bancarie: una minaccia con «pari opportunità»

Come si è visto in precedenza, la frequenza dei default (o delle ristrutturazioni) del debito estero è notevolmente minore nelle economie avanzate che nei mercati emergenti. Dal 1800 in poi, per molti paesi ad alto reddito tale frequenza è stata in effetti pari a zero.<sup>11</sup> Anche paesi con una lunga storia di default multipli prima del 1800, come la Francia e la Spagna, dimostrano di aver superato la fase del default ricorrente sul debito estero.

Nella seconda colonna delle tabelle 10.1 e 10.2 si può cogliere la grande differenza nell'incidenza dei default del debito sovrano tra mercati emergenti (specialmente in Africa e America latina ma anche per molti paesi asiatici) e le aree ad alto reddito dell'Europa occidentale, del Nord America e dell'Oceania. Nella terza colonna delle tabelle 10.1 e 10.2 sono riportati per tutti i paesi gli analoghi dati relativi alle crisi bancarie (cioè il numero di anni in cui i vari paesi, sulla base dell'ampio insieme di dati a cui è riferita l'elaborazione, sono stati interessati da crisi bancarie diviso per il numero di anni a far tempo per ciascun paese da quello dell'indipendenza oppure dal 1800 se l'indipendenza è stata conseguita prima di tale anno). Un aspetto che viene subito in evidenza dall'esame delle tabelle è che il tempo in cui un paese si è trovato mediamente in una situazione di default del debito sovrano è molto maggiore di quello trascorso mediamente in una situazione di crisi finanziaria. Un paese può sfuggire ai creditori esteri per un periodo di tempo alquanto lungo, ma è molto più costoso lasciare irrisolta una crisi bancaria domestica, presumibilmente a causa degli effetti pregiudizievoli che ne conseguono per il commercio e gli investimenti.

Nelle tabelle 10.3 e 10.4 la dimensione del fenomeno delle crisi bancarie viene presentata in una differente prospettiva. Nella seconda colonna è riportato il numero delle crisi bancarie (anziché il numero di anni in cui si è riscontrata una situazione di crisi) a partire per ciascun paese dall'anno dell'indipendenza oppure dal 1800; nella terza colonna la finestra temporale considerata è limitata al periodo successivo alla Seconda guerra mondiale. Vari aspetti meritano di essere segnalati. *Per le economie avanzate, con riferimento all'intero periodo, emerge un quadro di*

*crisi bancarie seriali*. Spiccano, al riguardo, i centri finanziari mondiali – Regno Unito, Stati Uniti e Francia – con rispettivamente 12, 13 e 15 episodi di crisi bancaria dal 1800 in poi.

La frequenza delle crisi bancarie è diminuita considerevolmente dopo la Seconda guerra mondiale sia per le economie avanzate sia per i mercati emergenti più grandi. Tuttavia, ogni paese, salvo il Portogallo, ha vissuto nel periodo postbellico almeno una crisi bancaria, prima del recente episodio. Quando la recente ondata di crisi troverà espressione nei dati, questo apparente calo sarà probabilmente ancora meno pronunciato. *Quindi, sebbene molte economie che rientrano attualmente nel novero di quelle avanzate siano riuscite a superare la fase dei default seriali sul debito sovrano o delle crisi inflazionistiche a tassi particolarmente elevati (superiori al 20 per cento), il superamento delle crisi bancarie si è dimostrato finora illusorio.* Come vedremo più oltre, ciò vale anche per le crisi valutarie. Le tabelle da 10.1 a 10.4 mostrano, infatti, che, nonostante le notevolissime differenze che si riscontrano nel più recente periodo nella frequenza dei default sul debito sovrano, l'incidenza delle crisi bancarie è all'incirca la stessa sia nelle economie avanzate sia nei mercati emergenti. È inoltre da rilevare che nelle economie più piccole e più povere, allo sviluppo dei mercati finanziari ha fatto riscontro un aumento della frequenza delle crisi bancarie.<sup>12</sup>

Nelle tabelle 10.5 e 10.6 sono esposti in forma riassuntiva i dati, suddivisi per aree geografiche, relativi al numero di crisi bancarie e al numero di anni, espressi in percentuale, in cui ciascuna area geografica è stata interessata da crisi bancarie. La tabella 10.5 inizia dal 1800 (e comprende soltanto le crisi verificatesi dopo l'indipendenza; ciò spiega perché i dati cumulati relativi alle economie di mercato emergenti sono più bassi). La tabella 10.6 contiene i medesimi dati per il periodo successivo al 1945.

Per i due periodi considerati, a partire dal 1800 (tabella 10.5) oppure dal 1945 (tabella 10.6), non si rilevano mediamente significative differenze né riguardo all'incidenza né riguardo al numero delle crisi bancarie tra le economie avanzate e quelle emergenti; sia le une sia le altre, quindi, sono soggette al flagello delle crisi bancarie. Anzi, prima della Seconda guerra mondiale le economie avanzate, i cui sistemi finanziari erano più sviluppati, erano più soggette alle crisi bancarie di molti paesi più piccoli e a basso reddito.<sup>13</sup> Si può fondatamente sostenere, naturalmente, che i paesi più piccoli utilizzavano i creditori esteri come loro banchieri, e che quindi se tali paesi avessero potuto disporre di sistemi finanziari sviluppati avrebbero potuto incorrere in una serie di crisi bancarie domestiche anziché in una serie di default sul debito estero.

Frequenza delle crisi bancarie, Africa e Asia, fino al 2008

| Paese                    | Numero di crisi bancarie<br>dall'indipendenza o dal 1800 | Numero di crisi bancarie<br>dall'indipendenza o dal 1945 |
|--------------------------|----------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------|
| <i>Africa</i>            |                                                          |                                                          |
| Algeria                  | 1                                                        | 1                                                        |
| Angola                   | 1                                                        | 1                                                        |
| Costa d'Avorio           | 1                                                        | 1                                                        |
| Egitto                   | 3                                                        | 2                                                        |
| Kenya                    | 2                                                        | 2                                                        |
| Marocco                  | 1                                                        | 1                                                        |
| Mauritius                | 1                                                        | 1                                                        |
| Nigeria                  | 1                                                        | 1                                                        |
| Repubblica Centrafricana | 2                                                        | 2                                                        |
| Sudafrica <sup>a</sup>   | 6                                                        | 2                                                        |
| Tunisia                  | 1                                                        | 1                                                        |
| Zambia                   | 1                                                        | 1                                                        |
| Zimbabwe                 | 1                                                        | 1                                                        |
| <i>Asia</i>              |                                                          |                                                          |
| Cina                     | 10                                                       | 1                                                        |
| Corea                    | 3                                                        | 3                                                        |
| Filippine                | 2                                                        | 2                                                        |
| Giappone                 | 8                                                        | 2                                                        |
| India <sup>a</sup>       | 6                                                        | 1                                                        |
| Indonesia                | 3                                                        | 3                                                        |
| Malaysia                 | 2                                                        | 2                                                        |
| Myanmar                  | 1                                                        | 1                                                        |
| Singapore                | 1                                                        | 1                                                        |
| Sri Lanka                | 1                                                        | 1                                                        |
| Thailandia               | 2                                                        | 2                                                        |
| Taiwan                   | 5                                                        | 3                                                        |

Fonti: Calcoli degli autori; Kaminsky e Reinhart (1999); Bordo *et al.* (2001); Caprio *et al.* (2005); Jácome (2008). Vedi anche appendice A.2.

<sup>a</sup> Per il Sud Africa i dati si riferiscono al periodo 1850-2008; per l'India al periodo 1800-2008.

TABELLA 10.4

Frequenza delle crisi bancarie, Europa, America latina, Nord America e Oceania, fino al 2008

| Paese         | Numero di crisi bancarie<br>dall'indipendenza o dal 1800 | Numero di crisi bancarie<br>dall'indipendenza o dal 1945 |
|---------------|----------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------|
| <i>Europa</i> |                                                          |                                                          |
| Austria       | 3                                                        | 1                                                        |
| Belgio        | 10                                                       | 1                                                        |
| Danimarca     | 10                                                       | 1                                                        |
| Finlandia     | 5                                                        | 1                                                        |
| Francia       | 15                                                       | 1                                                        |
| Germania      | 8                                                        | 2                                                        |
| Grecia        | 2                                                        | 1                                                        |
| Italia        | 11                                                       | 1                                                        |
| Norvegia      | 6                                                        | 1                                                        |
| Paesi Bassi   | 4                                                        | 1                                                        |
| Polonia       | 1                                                        | 1                                                        |
| Portogallo    | 5                                                        | 0                                                        |

|                       |    |   |
|-----------------------|----|---|
| Regno Unito           | 12 | 4 |
| Romania               | 1  | 1 |
| Russia                | 2  | 2 |
| Spagna                | 8  | 2 |
| Svezia                | 5  | 1 |
| Turchia               | 2  | 2 |
| Ungheria              | 2  | 2 |
| <i>America latina</i> |    |   |
| Argentina             | 9  | 4 |
| Bolivia               | 3  | 3 |
| Brasile               | 11 | 3 |
| Cile                  | 7  | 2 |
| Colombia              | 2  | 2 |
| Costa Rica            | 2  | 2 |
| Ecuador               | 2  | 2 |
| El Salvador           | 2  | 2 |
| Guatemala             | 3  | 2 |
| Honduras              | 1  | 1 |
| Messico               | 7  | 2 |
| Nicaragua             | 1  | 1 |
| Panama                | 1  | 1 |
| Paraguay              | 2  | 1 |
| Perù                  | 3  | 1 |
| Repubblica Dominicana | 2  | 2 |
| Uruguay               | 5  | 2 |
| Venezuela             | 2  | 2 |
| <i>Nord America</i>   |    |   |
| Canada                | 8  | 1 |
| Stati Uniti           | 13 | 2 |
| <i>Oceania</i>        |    |   |
| Australia             | 3  | 2 |
| Nuova Zelanda         | 1  | 1 |

Fonti: Calcoli degli autori; Kaminsky e Reinhart (1999); Bordo *et al.* (2001); Caprio *et al.* (2005); Jácome (2008).

Nota: I dati relativi ai paesi che hanno conseguito l'indipendenza prima del 1800 si riferiscono al periodo 1800-2008.

## Crisi bancarie, mobilità dei capitali e liberalizzazione finanziaria

Anche l'evidente correlazione, che emerge dalla figura 10.1, tra una maggiore mobilità dei capitali e l'incidenza delle crisi bancarie appare coerente con la moderna teoria delle crisi. Per la costruzione del grafico sono stati utilizzati dati aggregati, ma i dati suddivisi per area geografica o per singolo paese rafforzano la chiara indicazione che si ricava dal grafico: *nei periodi di elevata mobilità internazionale dei capitali si sono ripetutamente generate crisi bancarie internazionali, e ciò è vero non soltanto in riferimento a episodi che hanno avuto grande risonanza, come negli anni novanta del xx secolo, ma storicamente.* Nel grafico è rappresentata



(sull'ordinata di destra) la media mobile a tre anni della percentuale di tutti i paesi che hanno sperimentato una crisi bancaria; (sull'ordinata di destra) l'indice di mobilità dei capitali internazionali, calcolato utilizzando il medesimo criterio di Obstfeld e Taylor sia per aggiornarlo sia per proiettarlo indietro nel tempo, così da coprire l'intero periodo del campione.<sup>14</sup> Sebbene l'indice di Obstfeld e Taylor possa presentare alcuni limiti, riteniamo tuttavia che fornisca una sintesi di forze complesse evidenziando l'importanza della mobilità di fatto dei capitali sulla base dei flussi effettivi.

Per il periodo successivo al 1970, Kaminsky e Reinhart hanno presentato formali evidenze della relazione tra le crisi e la liberalizzazione finanziaria.<sup>15</sup> In diciotto delle ventisei crisi bancarie studiate, il settore finanziario era stato liberalizzato nei cinque anni precedenti, e in genere in tempi ancora più brevi. Negli anni ottanta e novanta del secolo scorso la maggior parte degli episodi di liberalizzazione erano associati a crisi finanziarie di diversa gravità. Solo in pochi paesi (come, per esempio, il Canada) la liberalizzazione del settore della finanza è avvenuta senza problemi. Più specificamente, Kaminsky e Reinhart hanno presentato evidenze empiriche che dimostrano che la probabilità di una crisi bancaria a condizione che sia stata preceduta da una liberalizzazione finanziaria è più alta della probabilità di una crisi bancaria non sottoposta ad alcuna condizione. Sulla base di un campione di cinquantatré paesi per il periodo 1980-95, Demirgüç-Kunt e Detragiache dimostrano anche, nel contesto di un modello logistico multivariato, che la liberalizzazione finanziaria ha un effetto negativo indipendente sulla stabilità del settore bancario e che questo risultato si conferma attendibile anche introducendo numerose specificazioni.<sup>16</sup>

L'evidenza stilizzata presentata da Caprio e Klingebiel induce a ritenere che una regolamentazione inadeguata e una carente supervisione nella fase di attuazione della liberalizzazione possano svolgere un ruolo di cruciale importanza per spiegare perché la deregolamentazione e le crisi bancarie sono così strettamente interconnesse.<sup>17</sup> Anche in questo caso, considerazioni analoghe valgono sia per i paesi sviluppati sia per le economie di mercato emergenti. Nel decennio in corso nemmeno gli Stati Uniti, a dispetto della fiducia presuntuosamente riposta nel «questa volta è diverso», hanno fatto eccezione, in quanto l'innovazione finanziaria è una variante del processo di liberalizzazione.

TABELLA 10.5

Sintesi dell'evidenza e della frequenza delle crisi bancarie dal 1980 (o dall'indipendenza) al 2000

| Area geografica o gruppo di paesi | Percentuale degli anni in crisi bancaria<br>dall'indipendenza o dal 1800 | Numero di crisi bancarie |
|-----------------------------------|--------------------------------------------------------------------------|--------------------------|
|-----------------------------------|--------------------------------------------------------------------------|--------------------------|

|                              |        |
|------------------------------|--------|
| Africa                       | 112,5  |
| Asia                         | 131,62 |
| Europa                       | 6,9    |
| America latina               | 3,6    |
| Argentina, Brasile e Messico | 9,0    |
| Nord America                 | 110,3  |
| Oceania                      | 2,8    |
| Economie avanzate            | 7,2    |
| Economie emergenti           | 8,8    |

Fonti: Elaborazioni effettuate in base alle tabelle 10.1-10.4.

Note: Le economie avanzate includono il Giappone, il Nord America, l'Oceania e tutti i paesi europei non compresi tra quelli, sopra indicati, appartenenti all'Europa emergente. Le economie emergenti includono l'Africa, tutti i paesi asiatici eccetto il Giappone, l'America latina e l'Europa emergente (Ungheria, Polonia, Romania, Russia e Turchia).

TABELLA 10.6

| Sintesi dell'incidenza e della frequenza delle crisi bancarie dal 1915 (o dall'indipendenza) al 2000 |                                                                          |                          |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------|--------------------------|
| Area geografica o gruppo di paesi                                                                    | Percentuale degli anni in crisi bancaria<br>dall'indipendenza o dal 1800 | Numero di crisi bancarie |
| Africa                                                                                               | 112,3                                                                    |                          |
| Asia                                                                                                 | 112,81                                                                   |                          |
| Europa                                                                                               | 7,1                                                                      |                          |
| America latina                                                                                       | 9,0                                                                      |                          |
| Argentina, Brasile e Messico                                                                         | 131,5                                                                    |                          |
| Nord America                                                                                         | 8,5                                                                      |                          |
| Oceania                                                                                              | 7,8                                                                      |                          |
| Economie avanzate                                                                                    | 7,0                                                                      |                          |
| Economie emergenti                                                                                   | 110,8                                                                    |                          |

Fonti: Elaborazioni effettuate in base alle tabelle 10.1-10.4.

Note: Le economie avanzate includono il Giappone, il Nord America, l'Oceania e tutti i paesi europei non compresi tra quelli, sopra indicati, appartenenti all'Europa emergente. Le economie emergenti includono l'Africa, tutti i paesi asiatici eccetto il Giappone, l'America latina e l'Europa emergente (Ungheria, Polonia, Romania, Russia e Turchia).

## Boom dei flussi di capitale, cicli creditizi e prezzi degli assets

In questo paragrafo esamineremo alcune caratteristiche comuni che le crisi bancarie presentano nei vari paesi, nelle diverse aree geografiche e nel corso del tempo. L'analisi si incentra sulle regolarità che si riscontrano tra i cicli dei flussi internazionali di capitali, del credito e dei prezzi degli assets (specificamente, dei prezzi degli immobili e delle

azioni).

### *Boom dei flussi di capitale e crisi bancarie*

Una caratteristica comune che si riscontra nei periodi che precedono le crisi bancarie è un considerevole aumento degli afflussi di capitale, che Reinhart e Reinhart hanno chiamato «boom dei flussi di capitale». Essi hanno formulato un criterio per definire un afflusso fortuito di capitale (cioè, a grandi linee, flussi che interessano capitali in entrata pari a diversi punti di Pil su base pluriennale), hanno catalogato (paese per paese) gli episodi di boom per gli anni 1960-2006 e hanno esaminato i collegamenti tra i periodi di boom e le crisi bancarie.<sup>18</sup> I criteri adottati per la definizione e datazione delle crisi sono indicati in appendice.<sup>19</sup>

A partire dalle date delle crisi bancarie e dei boom dei flussi di capitale, possono essere calcolate due probabilità specifiche per ciascun paese: la probabilità non condizionata di una crisi bancaria e la probabilità di una crisi bancaria entro un arco di tre anni prima e dopo uno o più anni di boom, cioè la probabilità condizionata di una crisi. Se i boom di flussi di capitale rendono un paese più esposto alle crisi, la probabilità condizionata di una crisi,  $P$  (Crisi Bonanza) dovrebbe essere maggiore della probabilità non condizionata,  $P$  (Crisi).

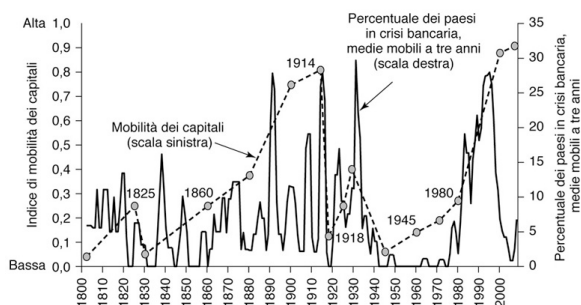


Figura 10.1. Mobilità dei capitali e incidenza delle crisi bancarie: tutti i paesi, 1800-2008.

Fonti: Kaminsky e Reinhart (1999); Bordo *et al.* (2001); Obstfeld e Taylor (2004); Caprio *et al.* (2005) e calcoli degli autori.

*Note:* Questo campione include tutti i paesi (anche quelli non compresi nel nostro campione di base costituito da sessantasei paesi). Questa figura mostra che il recupero delle quotazioni azionarie è molto più rapido di quello del mercato immobiliare. Sulla scala di sinistra abbiamo riportato l'indice aggiornato da noi preferito, e cioè quello della mobilità dei capitali, che è dichiaratamente arbitrario ma rappresenta una sintesi di forze complesse. La linea tratteggiata mostra l'indice della mobilità dei capitali proposto da Obstfeld e Taylor (2004), proiettato all'indietro dal 1800 al 1859 in base allo stesso criterio da loro adottato per costruirlo.

Nella tabella 10.7 è esposto un sottoinsieme dei risultati ottenuti da Reinhart e Reinhart, rilevanti per le crisi bancarie.<sup>20</sup> Presenta aggregati delle probabilità condizionate e non condizionate specifiche per i vari

paesi, per tre gruppi di paesi (tutti i paesi, paesi ad alto reddito, paesi a reddito medio-basso). *La probabilità di una crisi bancaria a condizione che si sia verificato un boom di afflussi di capitale è più alta della probabilità non condizionata.* Nell'ultima riga della tabella 10.7 è indicata la quota percentuale dei paesi per cui  $P$  (Crisi Bonanza)  $> P$  (Crisi) a riprova di quanto sia comune per tutti i paesi che i boom degli afflussi di capitali siano associati a un contesto più incline alle crisi bancarie.

**TABELLA 10.7**  
Effetto di un capital flow bonanza sulla probabilità di una crisi bancaria in un campione di  
seccando i paesi, 1968-2007

| Indicatore                                                                                             | Percentuale dei paesi |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------|
| Probabilità di una crisi bancaria                                                                      |                       |
| a condizione che si sia verificato un capital flow bonanza<br>(nell'arco di tre anni)                  |                       |
| non condizionata                                                                                       | 13,2                  |
| Differenza                                                                                             | 5,2*                  |
| Percentuale dei paesi per i quali la probabilità condizionata<br>è maggiore di quella non condizionata | 60,9                  |

*Fonti:* Reinhart e Reinhart (2009, tabelle 2 e 4) e calcoli degli autori.

*Note:* La finestra comprende i tre anni che precedono il boom (vedi Reinhart e Reinhart 2009, tabella 2), l'anno (o gli anni, se consecutivi) del boom e i tre anni successivi all'episodio. L'asterisco (\*) indica significatività al livello di affidabilità dell'1 per cento.

Per la maggioranza dei paesi (61 per cento) si registra una più elevata propensione a sperimentare una crisi bancaria nei periodi di boom degli afflussi di capitale; tale percentuale sarebbe più alta se la tabella includesse anche i dati post 2007. (Molti paesi che nell'ultima parte del decennio in corso sono stati interessati dalle crisi bancarie più gravi, nel periodo che ha preceduto la crisi facevano registrare anche considerevoli disavanzi delle partite correnti. Tra di essi vi sono molti paesi sviluppati, come l'Islanda, l'Irlanda, la Spagna, il Regno Unito e gli Stati Uniti.)

I risultati riscontrati per i boom di flussi di capitale sono coerenti anche con altre regolarità empiriche individuate in concomitanza con i cicli del credito. Mendoza e Terrones, che hanno studiato i cicli del credito sia nelle economie avanzate sia nei paesi emergenti utilizzando un approccio molto diverso da quello appena illustrato, hanno riscontrato che i boom creditizi nelle economie emergenti sono spesso preceduti da repentini aumenti degli afflussi di capitale. Anche loro pervengono alla conclusione che, sebbene non tutti i boom del credito si concludano con una crisi finanziaria, la maggior parte delle crisi nelle economie di mercato emergenti è stata preceduta da boom creditizi. E individuano un collegamento tra boom del credito e

aumento dei prezzi degli *assets*, argomento questo al quale passiamo adesso a rivolgere l'attenzione.<sup>21</sup>

### *Cicli dei prezzi delle azioni e degli immobili e crisi bancarie*

In questo paragrafo presentiamo una sintesi degli studi in tema di bolle dei prezzi degli *assets* e crisi bancarie, e li ampliamo estendendoli a nuovi dati sui prezzi degli immobili nei mercati emergenti nonché a dati sulle crisi in corso nelle economie avanzate.

L'ormai famigerata bolla immobiliare negli Stati Uniti che ha incominciato a sgonfiarsi alla fine del 2005 viene ritenuta il principale colpevole della recente crisi finanziaria globale. Ma la Seconda grande contrazione non è certa l'unica a questo riguardo. In un precedente lavoro, abbiamo documentato l'andamento dei prezzi reali delle case in concomitanza con tutte le crisi bancarie verificatesi dopo la Seconda guerra mondiale nelle economie avanzate, con particolare riguardo alle cinque maggiori crisi (le «Big Five»: Spagna, 1977; Norvegia, 1987; Finlandia e Svezia, 1991; Giappone, 1992).<sup>22</sup> Il quadro che emerge è chiaro: nel periodo che precede una crisi si verifica un boom dei prezzi reali delle case, seguito da una marcata flessione nell'anno della crisi e in quelli successivi. Bordo e Jeanne, che hanno studiato anch'essi le economie avanzate nel periodo 1970-2001, hanno riscontrato che le crisi bancarie tendono ad accadere o al picco di un boom dei prezzi reali delle case oppure subito dopo il loro crollo.<sup>23</sup> Gerdrup ha illustrato in modo molto convincente i collegamenti tra le tre crisi bancarie avvenute in Norvegia dal 1890 al 1993 e i boom e i crolli dei prezzi delle case.<sup>24</sup>

Nella tabella 10.8 sono evidenziate l'ampiezza e la durata delle flessioni dei prezzi delle case che hanno accompagnato storicamente le principali crisi bancarie sia nelle economie avanzate sia in quelle emergenti. Sebbene i collegamenti tra le crisi bancarie e il ciclo dei prezzi delle case nei paesi avanzati siano stati analizzati sia nel nostro precedente lavoro sia in numerosi altri studi (prevalentemente *case studies*), questa è la prima volta che vengono proposte evidenze empiriche sistematiche sull'andamento dei prezzi delle case nelle economie emergenti in concomitanza con alcune delle maggiori crisi bancarie che li hanno interessati. Gli episodi di crisi comprendono le sei maggiori crisi verificatesi in Asia nel 1997-98 (le «Big Six»: Indonesia, Corea, Malaysia, Filippine, Thailandia e la tormentata Hong Kong).

Tra gli altri episodi verificatisi in mercati emergenti sono comprese la megacrisi argentina del 2001-02 e la crisi colombiana del 1998, che ha provocato la recessione più grave da quando in quel paese si è iniziata una sistematica rilevazione dei dati di contabilità nazionale, cioè

dall'inizio degli anni venti. Tra le crisi recenti è inclusa anche l'Ungheria, oltre alle economie avanzate che hanno recentemente sperimentato bolle del mercato immobiliare (Islanda, Irlanda, Spagna, Regno Unito e Stati Uniti).<sup>25</sup>

Dai dati di sintesi presentati nella tabella 10.8 emergono due caratteristiche particolari. La prima è la durata del ciclo dei prezzi reali delle case sia nelle economie avanzate sia nei mercati emergenti, che è compresa tipicamente tra quattro e sei anni.<sup>26</sup> La seconda è che *l'entità delle diminuzioni dei prezzi reali delle case in concomitanza con le crisi bancarie, dal picco al punto di minimo, non differisce in modo apprezzabile nelle economie avanzate e in quelle emergenti*. Questa analogia è sorprendente, considerato che per la maggior parte delle serie temporali macroeconomiche si riscontra un'incostanza molto più elevata nei mercati emergenti; merita, quindi, ulteriore attenzione.<sup>27</sup> Certo, i primi risultati qui presentati in merito ai boom e ai crolli dei prezzi delle case in concomitanza con le date delle crisi bancarie sembrano fornire validi argomenti alla tesi che le crisi bancarie costituiscano una minaccia con pari opportunità.

TABELLA 10.8  
Cicli dei prezzi reali delle case e crisi bancarie

| Paese                                   | Anno della crisi | Massimo   | Minimo    | Durata del calo     | Ampiezza del calo (%) |
|-----------------------------------------|------------------|-----------|-----------|---------------------|-----------------------|
| <i>Economie avanzate: le «Big Five»</i> |                  |           |           |                     |                       |
| Finlandia                               |                  | 1998, III | 1999, III | 1998, III-1999, III | 11,0                  |
| Giappone                                |                  | 1990, III | 1991, III | 1990, III-1991, III | 11,0                  |
| Norvegia                                |                  | 1992, I   | 1993, I   | 1992, I-1993, I     | 10,0                  |
| Spagna                                  |                  | 1993, III | 1994, III | 1993, III-1994, III | 10,0                  |
| Svezia                                  |                  | 1990, III | 1991, III | 1990, III-1991, III | 10,0                  |
| <i>Economie asiatiche: le «Big Six»</i> |                  |           |           |                     |                       |
| Corea del Sud <sup>a</sup>              |                  | 1997, II  | 1998, II  | 1997, II-1998, II   | 10,0                  |
| Filippine                               |                  | 1996, I   | 1997, I   | 1996, I-1997, I     | 10,0                  |
| Hong Kong                               |                  | 1997, I   | 1998, I   | 1997, I-1998, I     | 10,0                  |
| Indonesia                               |                  | 1998, I   | 1999, I   | 1998, I-1999, I     | 10,0                  |
| Malaysia                                |                  | 1998, I   | 1999, I   | 1998, I-1999, I     | 10,0                  |
| Thailandia                              |                  | 1998, I   | 1999, I   | 1998, I-1999, I     | 10,0                  |
| <i>Altre economie emergenti</i>         |                  |           |           |                     |                       |
| Argentina                               |                  | 1995, I   | 1996, I   | 1995, I-1996, I     | 10,0                  |
| Colombia                                |                  | 1997, I   | 1998, I   | 1997, I-1998, I     | 10,0                  |
| <i>Episodi storici</i>                  |                  |           |           |                     |                       |
| Norvegia                                |                  | 1995, I   | 1996, I   | 1995, I-1996, I     | 10,0                  |
| Stati Uniti                             |                  | 1929, I   | 1930, I   | 1929, I-1930, I     | 10,0                  |
| <i>Casi attuali</i>                     |                  |           |           |                     |                       |
| Irlanda                                 |                  | 1996, I   | 1997, I   | 1996, I-1997, I     | 10,0                  |
| Islanda                                 |                  | 1996, I   | 1997, I   | 1996, I-1997, I     | 10,0                  |
| Regno Unito                             |                  | 1996, I   | 1997, I   | 1996, I-1997, I     | 10,0                  |

|             |               |
|-------------|---------------|
| Spagna      | dicembre 2007 |
| Stati Uniti | dicembre 2005 |
| Ungheria    | dicembre 2008 |

Fonti: Banca dei regolamenti internazionali e fonti specifiche per ciascun paese indicate nelle appendici A.1 e A.2.

<sup>a</sup> Serie di dati troppo breve per poter individuare il picco.

Le prolungate flessioni dei prezzi delle case che seguono le crisi finanziarie differiscono in modo evidente dall'andamento dei prezzi reali dei titoli azionari illustrato nella figura 10.2, in cui la curva che raffigura il calo e la ripresa dei prezzi ha una forma maggiormente a V. (Il grafico si riferisce solo ai mercati emergenti, ma, come vedremo nella quinta parte, i prezzi delle azioni mostrano un analogo andamento, con una fase di recupero a forma di V, anche nei paesi avanzati.)

La figura illustra l'andamento dei prezzi reali dei titoli azionari da quattro anni prima della crisi a tre anni dopo. Come appare evidente dal grafico, tipicamente i prezzi delle azioni raggiungono il picco prima dell'anno di una crisi bancaria e scendono per i due o tre anni che precedono la crisi e, nel caso dei mercati emergenti, nell'anno successivo alla crisi. La ripresa è piena, nel senso che tre anni dopo la crisi i prezzi reali delle azioni sono mediamente più alti del picco raggiunto prima della crisi. Tuttavia, il Giappone ha rappresentato una poco incoraggiante eccezione rispetto al predetto andamento: in quel paese, infatti, i prezzi delle azioni hanno recuperato solo marginalmente, raggiungendo il picco a un livello molto inferiore a quello precrisi e continuando poi a scivolare verso il basso.

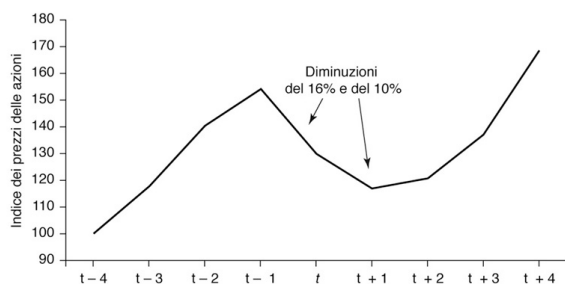


Figura 10.2. Prezzi reali delle azioni e crisi bancarie: quaranta episodi nei mercati emergenti, 1920-2007.

Fonti: Global Financial Data (s.d.) e calcoli degli autori.

Note: Quattro dei quaranta episodi si sono verificati prima della Seconda guerra mondiale (tra il 1921 e il 1929). L'anno della crisi è indicato con  $t$ ;  $t - 4 = 100$ .

Si può ipotizzare che una delle ragioni per cui le crisi bancarie di

maggiori dimensioni richiedono tempi di risoluzione così lunghi sia che questi episodi coinvolgono il più duraturo ciclo di mercato dei beni immobili in un modo diverso rispetto ai «puri crolli dei mercati azionari», come, per esempio, il Lunedì nero dell'ottobre 1987 oppure lo scoppio della bolla delle tecnologie informatiche nel 2001.<sup>28</sup>

## Bolle di sovraccapacità nel settore della finanza?

Philippon ha analizzato l'espansione del settore dei servizi finanziari (incluse le assicurazioni) negli Stati Uniti, il cui peso in rapporto al Pil è salito dal 4,9 per cento del periodo 1976-85 al 7,5 per cento nel periodo 1996-2005, rilevando che un tale aumento non era sostenibile e che era probabile un calo di almeno un punto di Pil.<sup>29</sup> Dopo la crisi dei *subprime*, la contrazione del settore finanziario nel 2008 e 2009 si sta rivelando considerevolmente maggiore. L'esplosione del settore finanziario prima di una crisi bancaria e la sua implosione dopo la crisi non rappresentano d'altronde un fenomeno nuovo per gli Stati Uniti né limitato soltanto a questo paese.

Nella figura 10.3 è rappresentato graficamente il numero delle banche negli Stati Uniti prima e dopo la Grande depressione. È plausibile che la bolla azionaria e immobiliare si sia estesa anche al numero degli istituti finanziari. L'espansione del numero degli istituti finanziari nel periodo che precede una crisi e la loro diminuzione in quello successivo sono risultate evidenti anche in altri episodi di crisi bancaria, specialmente nei casi in cui la crisi è stata preceduta da una liberalizzazione finanziaria.

## L'eredità fiscale delle crisi finanziarie

Se si guarda alle conseguenze delle crisi bancarie sui bilanci pubblici e sulla crescita, si riscontrano nuovamente alcune sorprendenti analogie tra i paesi sviluppati e i mercati emergenti. La nostra analisi delle conseguenze fiscali, in particolare, segna una netta discontinuità rispetto agli studi precedenti, incentrati quasi esclusivamente sui «costi del salvataggio» sostenuti dallo stato che, a nostro avviso, è molto difficile misurare. Riteniamo che si debbano considerare, invece, i costi fiscali per l'amministrazione centrale dello stato, con particolare riguardo all'ingente accumulo di indebitamento che fa seguito alle crisi bancarie. Siamo in grado di condurre questa analisi grazie al nuovo ampio database internazionale che contiene dati annuali sul debito domestico su cui si fondano le ricerche svolte per questo libro e che abbiamo già utilizzato in precedenti capitoli. Questi dati ci consentono



di evidenziare il considerevole incremento del debito che si verifica dopo una crisi.

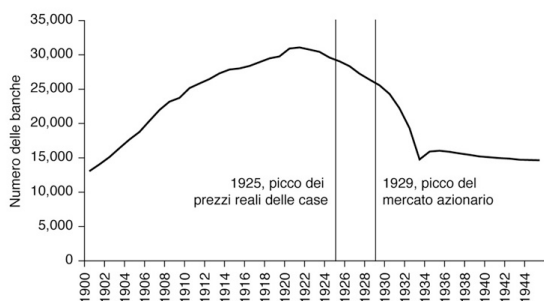


Figura 10.3. Numero delle banche negli Stati Uniti, 1900-1945.

Fonte: Carter et al. (2006).

### *L'elusivo concetto di costi del salvataggio*

Come già rilevato, gran parte degli studi sulle crisi bancarie pone l'accento sulla stima dei costi fiscali finali dei salvataggi (si veda, per esempio, un eccellente studio di Frydl e vari saggi pubblicati da Norges Bank).<sup>30</sup> Le stime dei costi dei salvataggi, peraltro, differiscono considerevolmente nei vari studi, a seconda della metodologia, e differiscono ancora di più nel corso del tempo, in ragione della lunghezza dell'orizzonte temporale utilizzato per calcolare l'impatto fiscale della crisi, un punto questo sottolineato da Frydl.<sup>31</sup>

Nella tabella 10.9 sono indicate le stime più elevate e più basse dei costi del salvataggio per alcune delle più note crisi bancarie sia nelle economie avanzate sia in quelle emergenti, in quasi tutte le aree geografiche. I divari tra le stime sono ampi e, in alcuni casi, sorprendenti. Tra le «Big Five», verificatesi nelle economie avanzate dopo la Seconda guerra mondiale, le differenze fra le stime dei costi del salvataggio per il Giappone e la Spagna, per esempio, sono pari rispettivamente al 16 e all'11 per cento del Pil. Inoltre, come rilevato da Vale, se i costi vengono calcolati su un più lungo orizzonte temporale dopo la crisi, il quadro che emerge contrasta ancora di più con le stime di fascia alta; risulta che il governo norvegese ha conseguito in realtà un modesto guadagno dalla risoluzione della crisi bancaria, per effetto della successiva vendita di azioni delle banche nazionalizzate.<sup>32</sup>

Nel seguito, sosteniamo che le stime che si focalizzano sui calcoli ben poco trasparenti dei costi del salvataggio, com'è avvenuto nella quasi generalità dei casi, sono tanto fuorvianti quanto incomplete. Fuorvianti perché non vi sono linee guida largamente condivise per calcolarle; incomplete perché le conseguenze fiscali delle crisi bancarie

vanno ben oltre i più immediati costi del salvataggio. Tali conseguenze derivano soprattutto dal significativo impatto negativo della crisi sulle entrate statali (in quasi tutti i casi) e dal fatto che in alcuni episodi gli interventi pubblici adottati in risposta alla crisi comprendono anche importanti pacchetti di stimolo fiscale.

TABELLA 10.9

~~Contabilità creativa? Costi dei~~ salvataggi nelle crisi bancarie

| Paese, anno di inizio                      | Stima dei costi del<br>salvataggio in<br>percentuale del Pil |            |
|--------------------------------------------|--------------------------------------------------------------|------------|
| Limite superiore                           | Fascia bassa                                                 | Differenza |
| Argentina, 1981                            |                                                              | 54,3       |
| Cile, 1981                                 |                                                              | 32,0       |
| Filippine, 1984                            |                                                              | 10,2       |
| Ghana, 1982                                |                                                              | 8,0        |
| Giappone, 1992                             |                                                              | 24,0       |
| Norvegia, 1987                             |                                                              | 2,0        |
| Spagna, 1977                               |                                                              | 16,8       |
| Stati Uniti (crisi risparmi e mutui), 1984 |                                                              | 0,8        |
| Svezia, 1991                               |                                                              | 8,6        |

Fonti: Frydl (1999) e fonti ivi citate.

<sup>a</sup> Norges Bank (2004) rileva che alla fine il governo norvegese ha ricavato un piccolo profitto dalla risoluzione della crisi.

### *La crescita nel periodo successivo alle crisi*

Il fatto che la maggior parte delle crisi bancarie, specialmente quelle sistemiche, siano accompagnate da contrazioni dell'economia è ben documentato nella letteratura empirica, anche se gli effetti su alcune variabili chiave, come il settore immobiliare, il debito pubblico e, più in generale, la finanza pubblica, sono stati molto meno studiati.<sup>33</sup> Nella figura 10.4 è rappresentata la produzione distintamente per l'insieme delle economie avanzate e per quelle che hanno sperimentato le crisi che abbiamo chiamato «Big Five» (il Giappone, i paesi nordici e la Spagna), mentre nella figura 10.5 l'analisi viene ulteriormente sviluppata attraverso la presentazione degli analoghi dati per le crisi bancarie verificatesi dopo la Seconda guerra mondiale nei mercati emergenti. Come in precedenza,  $t$  indica l'anno della crisi. È interessante notare che le figure mostrano per i mercati emergenti una contrazione più accentuata ma anche un recupero un po' più veloce della crescita rispetto alle economie avanzate. Determinare le conseguenze delle crisi bancarie sulla crescita a più lungo termine va oltre le finalità di questo volume (è troppo difficile individuare la fine delle crisi bancarie, e la crescita è semplicemente un concetto troppo

complesso per introdurlo in questo contesto). Tuttavia, l'andamento della crescita negli anni postcrisi è un aspetto meritevole di considerazione, perché la crescita (oltre a essere importante di per sé) ha rilevanti implicazioni per i bilanci pubblici, per il debito pubblico e, in una prospettiva più ampia, per i costi e le conseguenze di una crisi finanziaria.

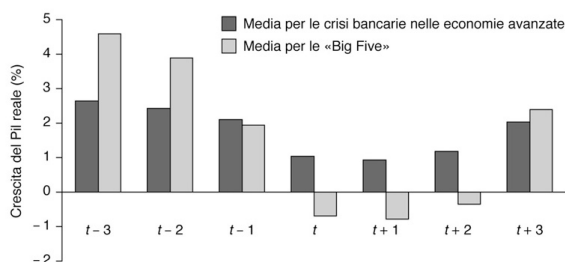


Figura 10.4. Crescita del Pil reale pro capite (a parità di potere di acquisto) e crisi bancarie: economie avanzate.

Fonti: Maddison (2004); Fondo monetario internazionale, *World Economic Outlook* (vari anni); Total Economy Database (2008) e calcoli degli autori.

Nota: L'anno della crisi è indicato con  $t$ .

#### *Oltre i costi del salvataggio: l'impatto delle crisi sulle entrate e sul debito*

Dopo la Seconda guerra mondiale, la più comune risposta politica a una crisi bancaria sistemica (sia nelle economie emergenti sia in quelle avanzate) è consistita nell'attuazione (con vari gradi di successo) di un salvataggio del settore bancario, attraverso l'acquisto delle attività in sofferenza oppure favorendo l'accorpamento delle banche in difficoltà con istituti relativamente sani, oppure mediante acquisizioni dirette da parte dello stato, o con una qualche combinazione delle precedenti misure. Questi interventi hanno avuto in molti casi conseguenze fiscali importanti, specialmente nelle prime fasi della crisi. Tuttavia, come più volte sottolineato, le crisi bancarie richiedono lunghi tempi di risoluzione con durature conseguenze nei mercati degli *assets*, soprattutto sui prezzi immobiliari e sull'economia reale. Non sorprende, quindi, che le entrate pubbliche subiscano un forte impatto negativo dalle crisi.

Come già detto, diversi studi hanno cercato di determinare l'impatto negativo

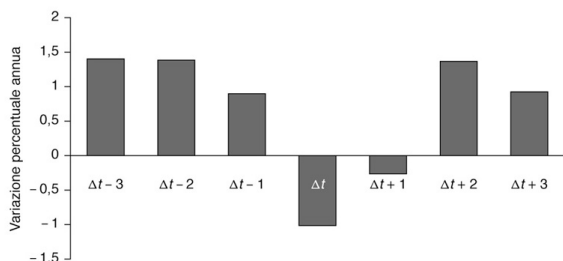


Figura 10.5. Crescita del Pil reale pro capite (a parità di potere di acquisto) e crisi bancarie: economie emergenti (112 episodi).

Fonti: Maddison (2004); Fondo monetario internazionale, *World Economic Outlook* (vari anni); Total Economy Database (2008) e calcoli degli autori.

Note: L'anno della crisi è indicato con  $t$ .

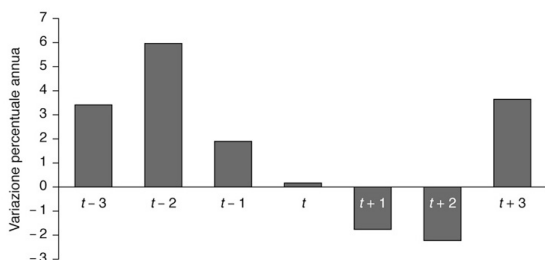


Figura 10.6. Crescita reale delle entrate delle amministrazioni centrali degli stati e crisi bancarie: tutti i paesi, 1800-1944.

Fonti: I dati sulle entrate sono tratti da Mitchell (2003a, 2003b). Per le numerose fonti dei dati sui prezzi relative ai singoli paesi, vedi Reinhart e Rogoff (2008a).

Note: La figura mostra che il calo delle entrate causato dalle crisi non è un fenomeno nuovo. Le entrate delle amministrazioni centrali degli stati sono deflazionate in base ai prezzi al consumo. Nel periodo 1800-1940 si sono verificati ottantasei episodi di crisi bancaria per i quali disponiamo dei dati sulle entrate. L'anno della crisi è indicato con  $t$ .

delle crisi bancarie sull'attività economica; ma non hanno affatto investigato le dirette conseguenze della recessione sulle finanze pubbliche, in particolare sulle entrate fiscali. Nella figura 10.6 è rappresentato l'andamento medio della crescita reale annuale delle entrate tre anni prima, durante e tre anni dopo una crisi, per un totale di ottantasei crisi bancarie dal 1800 al 1944, per le quali disponiamo di tutti i dati relativi alle entrate.<sup>34</sup>

Una rappresentazione analoga per le 138 crisi bancarie verificatesi nel periodo successivo alla Seconda guerra mondiale è contenuta nella figura 10.7. Gli andamenti del fenomeno per i due campioni, prima e

dopo la guerra, non sono identici ma sorprendentemente simili. La crescita annua delle entrate è stata sostenuta negli anni che precedono la crisi, si è indebolita in modo significativo nell'anno della crisi e ha quindi fatto registrare flessioni negli anni immediatamente successivi all'inizio della crisi. Negli episodi del periodo prebellico, le entrate sono scese mediamente per due anni, mentre nelle crisi postbelliche la diminuzione delle entrate si è estesa al terzo anno.

#### *La flessione delle entrate: analogie tra economie emergenti e sviluppate*

Similarità assai evidenti tra paesi sviluppati e quelli emergenti si registrano anche per la diminuzione delle entrate. La figura 10.8 mostra la contrazione delle entrate verificatasi in concomitanza con le crisi bancarie per tutti i paesi avanzati del campione, mentre le «Big Five», cioè le maggiori crisi postbelliche, sono evidenziate separatamente. In genere, le entrate ricominciano a crescere (da una base più bassa), dal terzo anno dopo una crisi. Le economie avanzate mostrano una maggiore propensione a ricorrere a misure di stimolo per sostenere le attività economiche, come ha fatto in modo spettacolare il Giappone con spese in infrastrutture di eccezionale entità nel corso degli anni novanta. I mercati emergenti, che hanno una maggiore tendenza a ripudiare il debito e che per finanziarsi dipendono in maggior misura dagli umori dei mercati internazionali dei capitali, si trovano in una situazione che rende loro più difficile impegnarsi in una politica fiscale anticiclica. Ciò nonostante, l'effetto di una crisi sull'andamento delle entrate fiscali è simile, a grandi linee, per i due tipi di paesi. La figura 10.9 evidenzia la contrazione delle entrate in concomitanza con le crisi bancarie per tutti i paesi emergenti del campione. Il calo medio delle entrate è in effetti molto simile a quello relativo alle «Big Five», sebbene la risalita sia più veloce, in linea con una più celere ripresa della crescita economica, come si è visto nel precedente paragrafo.

#### *L'aumento del debito pubblico dopo le crisi bancarie*

Per valutare, anche se in modo approssimativo, l'impatto di una crisi sulle finanze pubbliche, abbiamo utilizzato i dati storici sul debito dello stato centrale, rilevati, come già detto, dalle fonti citate nell'appendice A.2. È importante sottolineare che questi dati consentono solo una rappresentazione parziale, perché è l'intero paese, compresi gli stati federati e le amministrazioni locali (e non solo l'amministrazione centrale), a essere colpito dalla crisi. Inoltre, durante questi episodi il debito garantito dallo stato fa registrare tipicamente un considerevole aumento, ma questa tendenza non si riflette sui dati delle

amministrazioni centrali.

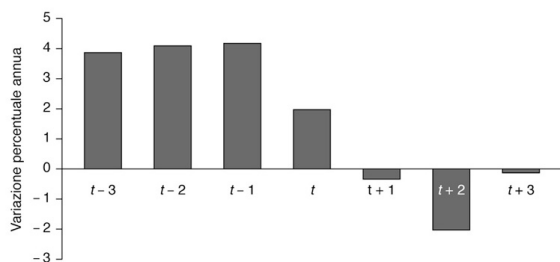


Figura 10.7. Crescita reale delle entrate delle amministrazioni centrali degli stati e crisi bancarie: tutti i paesi, 1945-2007.

*Fonti:* I dati sulle entrate sono tratti da Mitchell (2003a, 2003b). Per le numerose fonti dei dati sui prezzi relative ai singoli paesi, vedi Reinhart e Rogoff (2008a).

*Note:* La figura mostra che i costi del salvataggio spiegano solo in parte l'aumento del debito pubblico dopo una crisi. Le entrate delle amministrazioni centrali degli stati sono deflazionate in base ai prezzi al consumo. Nel periodo 1945-2008 si sono verificate 138 crisi bancarie per le quali disponiamo dei dati sulle entrate. L'anno della crisi è indicato con  $t$ .

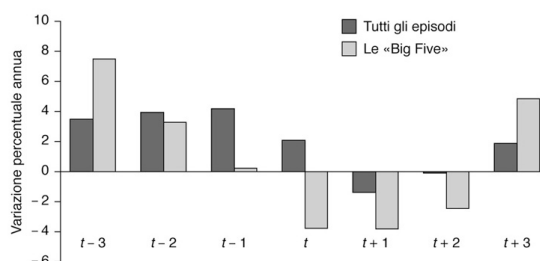


Figura 10.8. Crescita reale delle entrate delle amministrazioni centrali degli stati e crisi bancarie: economie avanzate, 1815-2007.

*Fonti:* I dati sulle entrate sono tratti da Mitchell (2003a, 2003b). Per le numerose fonti dei dati sui prezzi relative ai singoli paesi, vedi Reinhart e Rogoff (2008a).

*Note:* Le entrate delle amministrazioni centrali degli stati sono deflazionate in base ai prezzi al consumo. L'anno della crisi è indicato con  $t$ .

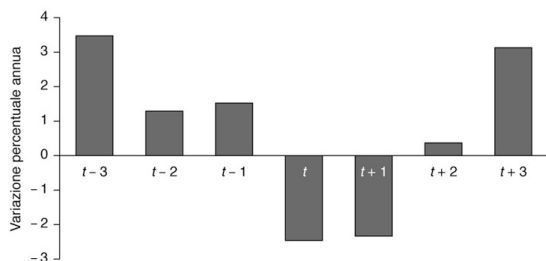


Figura 10.9. Crescita reale delle entrate delle amministrazioni centrali degli stati e crisi bancarie: economie emergenti, 1873-2007.

Fonti: I dati sulle entrate sono tratti da Mitchell (2003a, 2003b). Per le numerose fonti dei dati sui prezzi relative ai singoli paesi, vedi appendice A.1.

Note: La figura mostra che il calo delle entrate fa aumentare il debito. Le entrate delle amministrazioni centrali degli stati sono deflazionate in base ai prezzi al consumo. L'anno della crisi è indicato con  $t$ .

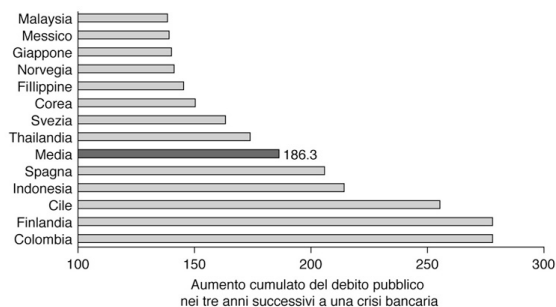


Figura 10.10. Il debito pubblico reale dopo le maggiori crisi postbelliche: economie avanzate ed emergenti.

Fonte: Reinhart e Rogoff (2008c).

Nota: Lo stock di debito è indicizzato a 100 nell'anno della crisi (solo debito delle amministrazioni centrali degli stati).

Dopo queste necessarie precisazioni, nella figura 10.10 presentiamo una sintesi dell'evoluzione del debito nel periodo successivo ad alcune delle più gravi crisi postbelliche nelle economie avanzate e in quelle emergenti.

Come ci si poteva aspettare, il salvataggio del sistema bancario, il calo delle entrate e i pacchetti di stimolo fiscale che hanno accompagnato alcune di queste crisi hanno comportato, nel loro insieme, un aumento dei deficit dei bilanci pubblici che ha contribuito a far lievitare l'importo del debito pubblico in essere. Quel che sorprende è piuttosto l'entità, assai rilevante, di tale aumento. *Ponendo uguale a 100 lo stock di debito al tempo della crisi ( $t$ ), tre anni dopo la crisi lo*

*stock reale del debito raggiunge mediamente il valore di 186. In altri termini, si ha quasi un raddoppio dello stock reale del debito.*<sup>35</sup> L'incremento dell'indebitamento pubblico è evidente sia nelle economie emergenti sia in quelle avanzate ed è molto elevato in entrambe. Plausibilmente, la vera «eredità» delle crisi bancarie è costituita proprio da un più elevato debito pubblico, con un onere di gran lunga maggiore di quello relativo ai soli costi diretti dei cospicui pacchetti di salvataggio.<sup>36</sup> (Ovviamente, come già detto, l'aumento del debito pubblico dipende da un gran numero di fattori responsabili della politica economica e di fattori economici, tra cui l'efficacia della risposta politica e la gravità dello shock iniziale che colpisce l'economia reale e provoca la crisi. Si rimane colpiti, in ogni caso, dal fatto che il forte incremento dell'indebitamento costituisce un fenomeno generalizzato.)

### Convivere con il flagello delle crisi bancarie: alcune osservazioni

I paesi possono, forse, riuscire a superare la fase dei default seriali sul debito sovrano e dei ricorrenti episodi di inflazione molto elevata (o, almeno, a tenerli sotto controllo per periodi estremamente lunghi), come i casi dell'Austria, della Francia, della Spagna e di altri paesi sembrano dimostrare. La storia ci dice, tuttavia, che riuscire a sottrarsi alle ricorrenti crisi bancarie e finanziarie è molto più problematico, anche se non fosse sopravvenuta a ricordarcelo la crisi finanziaria del 2007. Dei sessantasei paesi del campione, solo l'Austria, il Belgio, il Portogallo e i Paesi Bassi sono riusciti a sfuggire alle crisi bancarie dal 1945 al 2007. Nel 2008, tuttavia, tre di questi quattro paesi sono stati coinvolti, tra gli altri, in massicci piani di salvataggio.

In effetti, l'ondata di crisi finanziarie che ha avuto inizio nel 2007 negli Stati Uniti con la crisi dei *subprime* ha demolito la tesi, diffusa tra gli accademici, gli operatori del mercato e i responsabili della politica economica, che le crisi finanziarie acute fossero una cosa del passato o riguardassero esclusivamente i «volatili» mercati emergenti. La sindrome del «questa volta è diverso» è stata in gran voga negli Stati Uniti, dove ha assunto inizialmente la forma di un diffuso convincimento che rilevanti aumenti della produttività originati dal settore delle tecnologie dell'informazione giustificassero rapporti tra prezzi e utili sul mercato azionario che superavano di molto qualsiasi norma storica.<sup>37</sup> Quell'illusione finì nel 2001 con lo scoppio della bolla delle tecnologie dell'informazione. Ma gli eccessi riemersero molto presto, assumendo forme differenti nei diversi mercati. La conversione dei mutui *subprime*, insieme a una forte domanda per questi strumenti in paesi come la Germania e il Giappone e in importanti mercati emergenti come la Cina, alimentarono la sensazione che i prezzi delle



case avrebbero continuato a salire per sempre. La nuova illusione è stata che «questa volta è diverso» perché vi erano nuovi mercati, nuovi strumenti e nuovi creditori. Si pensava, in particolare, che l'ingegneria finanziaria avesse attenuato i rischi attraverso prodotti che rispondevano meglio ai desideri degli investitori. Inoltre, i contratti sui derivati consentivano in vari modi di proteggersi dai rischi. Ora sappiamo com'è andata a finire anche quest'ultima illusione collettiva. Torneremo sulla più recente crisi finanziaria, la Seconda grande contrazione, nei capitoli 13-16.

In conclusione, le vicende storiche dimostrano che i paesi ricchi non sono così «speciali» come ritenuto da alcuni entusiasti sostenitori di questa tesi, né quanto a capacità di gestione dei flussi di capitale né, soprattutto, in tema di crisi bancarie. L'ampio insieme di dati su cui si fonda questo libro comprende dati sui prezzi delle case in alcuni tra i più importanti mercati emergenti nonché dati sulle entrate pubbliche e sul debito pubblico domestico che risalgono a quasi un secolo fa per la maggior parte dei paesi e vanno ancora più indietro nel tempo per molti altri. È sorprendente constatare le analogie tra paesi avanzati e paesi a medio reddito non solo nella frequenza e nella durata delle crisi bancarie, ma anche nelle misure quantitative, sia negli anni che precedono sia in quelli che seguono le crisi. È significativo che per entrambi i gruppi di paesi la durata della discesa dei prezzi reali degli immobili dopo le crisi finanziarie sia spesso di quattro anni o più e che la dimensione dei crolli sia comparabile. Un altro importante aspetto evidenziato dall'analisi è l'enorme incremento del debito che si verifica nella maggior parte dei paesi dopo una crisi finanziaria: nei tre anni successivi, l'indebitamento dell'amministrazione centrale dello stato fa infatti registrare tipicamente un aumento medio (in termini reali) pari all'86 per cento.

In questo capitolo abbiamo sottolineato gli enormi costi delle recessioni che accompagnano le crisi bancarie sistemiche. È importante rilevare, tuttavia, che nella teoria delle crisi bancarie (su cui ci siamo brevemente soffermati nell'introduzione al presente capitolo), queste sono viste come un meccanismo di amplificazione e non necessariamente come un meccanismo causale esogeno. Quando un paese è colpito da uno shock negativo – dovuto, per esempio, a un improvviso calo della produttività, a una guerra, oppure a sovvertimenti responsabili della politica economica o sociali – le banche, naturalmente, ne soffrono. Il tasso di insolvenza sui prestiti aumenta considerevolmente. Le banche diventano vulnerabili alle crisi di fiducia e ai ritiri dei depositi, e i fallimenti bancari aumentano. I fallimenti bancari determinano a loro volta una contrazione del credito. Le banche sane non possono gestire facilmente i portafogli di

prestiti delle banche fallite, perché le attività creditizie, specialmente nei confronti delle piccole e medie imprese, si basano spesso su specifiche conoscenze e relazioni con la clientela. I fallimenti bancari e le richieste di rientro dei prestiti aggravano a loro volta la recessione, provocando ulteriori insolvenze sui prestiti e altri fallimenti bancari, e così di seguito.

Le economie moderne dipendono da sistemi finanziari sofisticati, e quando i sistemi bancari smettono di funzionare la crescita dell'economia ne può immediatamente risentire e persino bloccarsi. Ecco perché un'ondata di fallimenti bancari può provocare problemi così gravi a un'economia e perché i paesi in crisi che non riescono a stabilizzare il sistema finanziario – come il Giappone nel decennio 1990-2000 – possono trovarsi in una situazione che li vede entrare e uscire dalla recessione e svilupparsi per anni al di sotto del potenziale.

Sebbene gli studi teorici illustrino in modo ben argomentato le ragioni per cui i fallimenti bancari sono così problematici nell'amplificare le recessioni, l'evidenza empirica che abbiamo fornito non è decisiva, per se stessa, a dimostrare che le banche costituiscono l'unico problema. I crolli dei prezzi degli immobili e dei titoli azionari che, come abbiamo documentato, si riscontrano in concomitanza con le crisi bancarie, avrebbero effetti pesantemente negativi anche in assenza di un collasso delle banche. Come vedremo nel capitolo 16 a proposito delle varie categorie di crisi, molti altri tipi di crisi – tra cui quelle inflazionistiche, valutarie e quelle del debito domestico ed estero – colpiscono spesso in concomitanza con le crisi bancarie, specialmente quelle di maggiore gravità. Quindi, ciò che abbiamo effettivamente evidenziato in quanto precede è che le crisi bancarie gravi sono accompagnate da profonde e lunghe recessioni, mentre sono necessarie ulteriori ricerche per determinare un nesso di causalità e, cosa ancora più importante, per contribuire a delineare le priorità delle risposte politiche. Tuttavia, il fatto che le recessioni che accompagnano le crisi bancarie di maggiore gravità siano sempre così profonde e presentino così tante caratteristiche comuni costituisce certamente un valido punto di partenza per i futuri ricercatori che tenteranno di spiegare questi complessi episodi.

## 11. Il default attraverso lo svilimento della moneta: il sistema preferito dal «vecchio mondo»

*Sebbene l'inflazione sia diventata veramente un problema comune e cronico solo all'inizio del xx secolo, con la diffusione della moneta cartacea, gli studiosi della storia della moneta metallica sanno che i governi avevano trovato vari modi per lucrare redditi da signoraggio sulla moneta in circolazione già ben prima di allora. Il sistema principale era costituito dalla riduzione del contenuto in metalli preziosi delle monete, o attraverso leghe con metalli meno pregiati oppure mediante la tosatura delle monete e la nuova emissione di monete più piccole con il medesimo valore facciale. Le moderne macchine per la stampa della moneta cartacea non sono altro che un modo più efficiente e tecnologicamente più avanzato per ottenere il medesimo risultato.<sup>1</sup>*

Da sempre i re, gli imperatori e tutti coloro investiti di poteri sovrani hanno escogitato modi creativi per evitare di pagare i propri debiti. Winkler ha scritto una storia molto interessante dei primi default, a cominciare da Dionisio di Siracusa nella [Magna] Grecia del iv secolo a.C.<sup>2</sup> Dionisio, che aveva contratto prestiti dai suoi sudditi sotto forma di promesse di pagamento, emise un decreto che stabiliva che tutta la moneta in circolazione dovesse essere consegnata allo stato, sotto minaccia di morte per gli inadempienti. Dopo aver ritirato tutte le monete, fece imprimere sulle monete da una dracma il valore di due dracme e utilizzò i proventi per estinguere i debiti. Anche se non abbiamo dati per quel periodo, possiamo essere piuttosto sicuri, in base alla teoria dei prezzi, che la truffa di Dionisio abbia causato un forte aumento del livello generale dei prezzi. Infatti, secondo la teoria monetaria classica, a parità di tutte le altre condizioni (inclusa la produzione di un paese), a seguito del raddoppio dell'offerta di moneta i prezzi dovrebbero raddoppiare, con un tasso di inflazione, quindi, del 100 per cento. In pratica, è possibile che il tasso di inflazione sia stato ancora più elevato, se si ipotizza che il caos finanziario e l'incertezza che devono aver colpito Siracusa abbiano provocato una diminuzione della produzione in concomitanza con il raddoppio dell'offerta di moneta.

Non sappiamo se questa innovazione abbia avuto precedenti. Sappiamo, però, che nella vicenda di Dionisio sono presenti numerosi elementi che si riscontrano con sorprendente regolarità nell'intero corso della storia. Primo, l'inflazione è sempre stata l'arma preferita nei default del debito sovrano sul debito domestico e, ove possibile, sul

debito internazionale. Secondo, i governi possono essere estremamente creativi nel congegnare i default. Terzo, i sovrani dispongono di un potere coercitivo sui loro sudditi che rende loro più facile orchestrare i default sul debito domestico in modo più «morbido» di quanto non sia generalmente possibile per il debito internazionale. Anche in epoche più recenti, molti paesi hanno previsto severe sanzioni in caso di violazione delle restrizioni in materia valutaria e di movimenti di capitale. Quarto, i governi tendono a favorire un forte aumento della circolazione monetaria, sia perché in questo modo possono conseguire redditi da signoraggio sui saldi monetari reali (facendo diminuire il valore della moneta detenuta dai cittadini ed emettendo altra moneta per soddisfare la domanda), sia per ridurre, o addirittura eliminare, il valore reale del debito pubblico in essere. Come sottolineato nel capitolo 8, il ruolo del debito domestico, per quanto ovvio, è stato trascurato in molti episodi perché i relativi dati non erano facilmente disponibili.

Per gli economisti, Enrico VIII d'Inghilterra dovrebbe essere quasi altrettanto famoso per la tosatura delle monete del regno quanto per aver tagliato le teste delle sue regine. Nonostante avesse ereditato una vasta fortuna dal padre, Enrico VII, e persino dopo aver confiscato i beni della Chiesa, si trovò in una situazione finanziaria talmente disperata che fece ricorso a un epico svilimento della moneta. Tale operazione ebbe inizio nel 1542 e proseguì fino alla fine del regno di Enrico, nel 1547 e poi in quello del suo successore, Edoardo VI. Cumulativamente, in quel periodo la sterlina perse l'83 per cento del suo contenuto in argento.<sup>3</sup> (Richiamiamo l'attenzione dei lettori sul fatto che con il termine «svilimento» intendiamo la riduzione del contenuto in argento o in oro delle monete, mentre l'inflazione ne misura invece il potere d'acquisto. In un'economia in fase di espansione un governo potrebbe riuscire a svilire lentamente le monete senza farne diminuire il potere d'acquisto, perché la domanda di monete del pubblico aumenterà con il crescere del costo delle transazioni.)

Nelle tabelle 11.1 e 11.2 presentiamo dati dettagliati sulla datazione e ampiezza dello svilimento delle monete in molti paesi europei rispettivamente per gli anni dal 1258 al 1799, e cioè nel periodo precedente allo sviluppo della moneta cartacea, e per il secolo XIX, periodo di transizione alla moneta cartacea.

TABELLA 11.1

~~Espressione attraverso lo svilimento della moneta Europea, 1250-1799~~

| Paese, monetaPeriodo | Riduzione<br>cumulata del<br>contenuto in<br>argento della<br>moneta (%) | Svilimento<br>più elevato<br>(%) e anno | Percentuale<br>degli anni in<br>cui vi è stato<br>uno<br>svilimento |
|----------------------|--------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------|---------------------------------------------------------------------|
|----------------------|--------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------|---------------------------------------------------------------------|

|                                    |           | (riduzione del contenuto in argento) della moneta |             |      |      |
|------------------------------------|-----------|---------------------------------------------------|-------------|------|------|
| Tutti                              | 15% o più |                                                   |             |      |      |
| Austria, Vienna, krone             | 1371-1499 | - 69,7                                            | - 11,1 1463 | 25,8 | 0,0  |
|                                    | 1500-1799 | - 59,7                                            | - 12,5 1694 | 11,7 | 0,0  |
| Belgio, hoet                       | 1349-1499 | -83,8                                             | - 34,7 1498 | 7,3  | 3,3  |
|                                    | 1500-1799 | - 56,3                                            | - 15,0 1561 | 4,3  | 0,0  |
| Francia, lira tornese              | 1258-1499 | - 74,1                                            | - 56,8 1303 | 6,2  | 0,4  |
|                                    | 1500-1789 | - 78,4                                            | - 36,2 1718 | 14,8 | 1,4  |
| Germania, Baviera-Augusta, pfennig | 1417-1499 | - 32,2                                            | - 21,5 1424 | 3,7  | 1,2  |
|                                    | 1500-1799 | - 70,9                                            | - 26,0 1685 | 3,7  | 1,0  |
| Francoforte, pfennig               | 1350-1499 | - 14,4                                            | - 10,5 1404 | 2,0  | 0,0  |
|                                    | 1500-1798 | - 12,8                                            | - 16,4 1500 | 2,0  | 0,3  |
| Italia, lira fiorentina            | 1280-1499 | - 72,4                                            | - 21,0 1320 | 5,0  | 0,0  |
|                                    | 1500-1799 | - 35,6                                            | - 10,0 1550 | 2,7  | 0,0  |
| Paesi Bassi grote fiamminghe       | 1366-1499 | - 44,4                                            | - 26,0 1488 | 13,4 | 5,2  |
|                                    | 1500-1575 | - 12,3                                            | - 7,7 1526  | 5,3  | 0,0  |
| fiorino                            | 1450-1499 | - 42,0                                            | - 34,7 1496 | 14,3 | 6,1  |
|                                    | 1500-1799 | - 48,9                                            | 15,0 1560   | 4,0  | 0,0  |
| Portogallo, reis                   | 1750-1799 | 25,6                                              | - 3,7 1766  | 34,7 | 0,0  |
| Regno Unito, sterlina              | 1260-1499 | - 46,8                                            | - 20,0 1464 | 0,8  | 0,8  |
|                                    | 1500-1799 | - 35,5                                            | - 50,0 1551 | 2,3  | 1,3  |
| Russia, ruble                      | 1761-1799 | - 42,3                                            | - 14,3 1798 | 44,7 | 0,0  |
| Spagna                             |           |                                                   |             |      |      |
| Nuova Castile, maravedis           | 1371-1499 | - 62,5                                            | - 25,3 1642 | 19,8 | 1,3  |
| Valencia, dinar                    | 1351-1499 | - 7,7                                             | - 2,9 1408  | 2,0  | 0,0  |
|                                    | 1500-1650 | - 20,4                                            | - 17,0 1501 | 13,2 | 0,7  |
| Svezia, mark                       | 1523-1573 | - 91,0                                            | - 41,4 1572 | 20,0 | 12,0 |
| ortug                              |           |                                                   |             |      |      |
| Turchia, akche                     | 1527-1799 | - 59,3                                            | - 43,9 1586 | 10,5 | 3,1  |

Fonti: Principalmente Allen e Unger (2004) e altre fonti elencate nell'appendice A.1.

TABELLA 11.2

| Espropriaione attraverso lo svinimento della moneta, Europa, in secolo |         |                                                              |                                   |                                                         |
|------------------------------------------------------------------------|---------|--------------------------------------------------------------|-----------------------------------|---------------------------------------------------------|
| Paese                                                                  | Periodo | Riduzione cumulata del contenuto in argento della moneta (%) | Svilimento più elevato (%) e anno | Percentuale degli anni in cui vi è stato uno svilimento |

|             |           | (riduzione del<br>contenuto in<br>argento) della<br>moneta |
|-------------|-----------|------------------------------------------------------------|
| Tutti       | 15% o più |                                                            |
| Austria     | 1860      | 55                                                         |
| Germania    | 1800      | 48                                                         |
| Portogallo  | 1897      | 38                                                         |
| Regno Unito | 1551      | 50                                                         |
| Russia      | 1810      | 41                                                         |
| Turchia     | 1829      | 51                                                         |

Fonti: Principalmente Allen e Unger (2004) e altre fonti elencate nell'appendice A.1.

Le tabelle evidenziano lo straordinario successo dei monarchi nella messa in atto di politiche monetarie inflazionistiche attraverso lo svilimento della moneta. Il Regno Unito nel 1551 ha conseguito una riduzione del 50 per cento del contenuto in argento della moneta, la Svezia nel 1572 ha svilito la moneta del 41 per cento e la Turchia del 44 per cento nel 1586. Il rublo russo ha fatto registrare uno svilimento del 14 per cento nel 1798, nel quadro del finanziamento dello sforzo bellico del paese. Nella terza colonna di ciascuna tabella è riportato lo svilimento cumulativo della moneta nell'arco di lunghi periodi di tempo, che raggiunge spesso il 50 per cento o più. Nella tabella 11.2 sono riportati i dati relativi ai paesi europei per il XIX secolo; i valori che si discostano maggiormente dalla media si riferiscono alla Russia, con uno svilimento del 41 per cento nel 1810 e all'Austria, con il 55 per cento nel 1812, episodi collegati entrambi alle tensioni economiche conseguenti alle Guerre napoleoniche (come si può vedere anche dalla figura 11.1), nonché alla Turchia, che nel 1829 ridusse il contenuto in argento delle monete del 51 per cento.

Il fenomeno dello svilimento emerge chiaramente nella figura 11.2, che rappresenta graficamente il contenuto medio in argento delle monete, assunte con pari ponderazione, dei paesi europei del nostro primo campione (più Russia e Turchia) e mostra quella che abbiamo definito «la marcia verso la moneta segno», evidenziando che l'inflazione moderna non è poi così diversa dallo svilimento della moneta metallica, come si potrebbe pensare. (Il lettore ricorderà che la moneta segno non ha alcun valore intrinseco e il pubblico la domanda soprattutto perché lo stato ha decretato che nelle transazioni non è possibile usare alcuna altra moneta.)

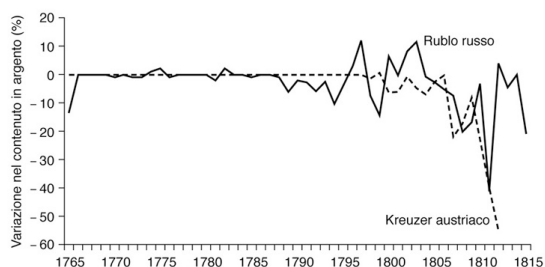


Figura 11.1. Variazioni nel contenuto in argento delle monete, 1765-1815: Austria e Russia durante le Guerre napoleoniche.

Fonti: Principalmente Allen e Unger (2004) e altre fonti elencate nell'appendice A.1.3.

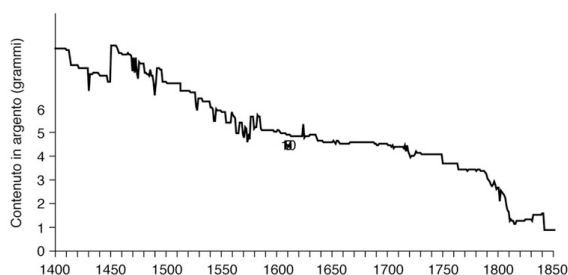


Figura 11.2. La marcia verso la moneta cartacea, Europa, 1400-1850: contenuto medio in argento di dieci monete.

Fonti: Principalmente Allen e Unger (2004) e altre fonti elencate nell'appendice A.1.3.

*Note:* Nei casi in cui in un determinato paese era in circolazione più di una moneta (in Spagna, per esempio, vi erano il maravedi della Nuova Castiglia e il dinaro di Valencia), abbiamo calcolato la media aritmetica. Si noti che le Guerre napoleoniche sono durate dal 1799 al 1815. Nel 1812 l'Austria ha svalito la moneta del 55 per cento.

Può sembrare, forse, che abbiamo dedicato troppa attenzione allo svilimento della moneta, considerato che le crisi finanziarie si manifestano ormai da tempo in forme più grandiose e stravaganti. La storia dello svilimento della moneta illustra bene, tuttavia, molti punti importanti. Dimostra, naturalmente, che il default e l'inflazione non sono affatto fenomeni nuovi; sono cambiati solo gli strumenti. Ancora più importante è poi la considerazione che il passaggio dalla moneta metallica a quella cartacea costituisce un significativo esempio del fatto che l'innovazione tecnologica non crea necessariamente nuovi tipi di crisi finanziarie ma ne può aggravare gli effetti, così come la tecnologia ha reso le guerre sempre più letali nel corso del tempo. Infine, lo studio dello svilimento della moneta rafforza l'argomentazione che le economie avanzate di oggi hanno vissuto in

passato lo stesso tipo di traumi – a causa dei default, dell'inflazione e della perdita di valore della moneta – che affliggono oggi molti mercati emergenti.



## 12. Inflazione e crisi valutarie moderne

*Se il default ricorrente rappresenta la norma per un paese che, nel corso del suo sviluppo, sta attraversando la fase di economia emergente, la tendenza a cadere in periodi di inflazione alta ed estremamente alta costituisce un denominatore comune ancora più sorprendente.<sup>1</sup> Nessuna economia in fase di mercato emergente, inclusi gli Stati Uniti (il cui tasso d'inflazione nel 1779 si avvicinò al 200 per cento) è riuscito a evitare episodi di elevata inflazione.*

Naturalmente, i problemi del default estero, del default interno e dell'inflazione sono strettamente collegati tra loro. È ben difficile che un governo che decida di andare in insolvenza sui propri debiti possa essere ritenuto affidabile per quanto attiene alla difesa del valore della moneta del paese. La creazione di moneta e gli oneri degli interessi sul debito concorrono a determinare i vincoli del bilancio dello stato e, in caso di difficoltà finanziarie, il governo cercherà tipicamente di attingere a tutte le possibili fonti di risorse.

In questo capitolo cominciamo con un giro (per così dire) sul nostro insieme di dati sull'inflazione che, per quanto a nostra conoscenza, include un numero di episodi di elevata inflazione considerevolmente maggiore e un più ampio numero di paesi di qualsiasi altra raccolta di dati precedentemente disponibile. Passiamo poi a illustrare le crisi valutarie, che presentano una correlazione molto forte con gli episodi di elevata inflazione. Nella maggior parte dei casi, un'elevata inflazione e il crollo dei tassi di cambio traggono origine dall'abuso da parte del governo del suo autoproclamato monopolio dell'emissione di moneta. Nell'ultimo paragrafo di questo capitolo vedremo che, dopo il verificarsi di episodi di elevata inflazione, questo monopolio sulla moneta (e talvolta sul più ampio sistema dei pagamenti) viene spesso eroso attraverso una diffusa accettazione (o indicizzazione a) di una moneta alternativa forte: la cosiddetta *dollarization*. Come le crisi bancarie, anche un'elevata inflazione provoca durature conseguenze negative per l'economia.

Uno dei principali risultati che emerge dalla nostra analisi storica sull'inflazione e i tassi di cambio è la constatazione di quanto sia difficile per un paese riuscire a superare una storia di inflazione elevata e volatile. Vi è, in effetti, un forte parallelismo tra il riuscire a venir fuori da una storia di elevata inflazione e da una storia di default seriali, e naturalmente le due cose sono spesso interconnesse.

## Storia delle crisi inflazionistiche del passato

Anche se alcuni degli episodi di svilimento delle monete metalliche riportati nelle tabelle 11.1 e 11.2 sono certamente spettacolari, non c'è alcun dubbio che l'avvento della moneta cartacea abbia elevato l'inflazione a un livello del tutto nuovo. La figura 12.1 illustra il tasso mediano di inflazione per tutti i paesi del campione dal 1500 al 2007 (per attenuare l'incidenza dei cicli e degli errori di misurazione abbiamo utilizzato una media mobile a cinque anni). La figura mostra una chiara prevalenza dell'inflazione in tutto il periodo (sebbene vi siano sempre, naturalmente, anche periodi di deflazione dovuti ai cicli economici, a raccolti scarsi, e così via). Dal xx secolo, tuttavia, l'inflazione si è bruscamente innalzata. (Segnaliamo che il nostro campione dell'inflazione risale fino al 1300 per alcuni paesi, come Francia e Inghilterra, ma per poter effettuare un confronto più ampio e uniforme la serie qui considerata inizia dal 1500.)

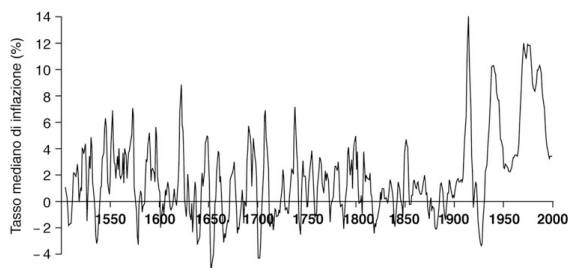


Figura 12.1. Tasso mediano di inflazione: medie mobili a cinque anni per tutti i paesi, 1500-2007.

*Fonti:* In considerazione della lunghezza del periodo di riferimento e del notevole numero di paesi inclusi nella rilevazione, i prezzi al consumo (o gli indici del costo della vita) sono tratti da molte differenti fonti, indicate dettagliatamente per paese e per periodo nell'appendice A.1.

Nelle tre tabelle che seguono abbiamo riportato i dati sull'inflazione paese per paese nel corso dei secoli. La tabella 12.1 contiene i dati dal xvi al xviii secolo per un considerevole numero di monete. Colpisce il fatto che, nel corso di questo periodo, per tutti i paesi, sia in Asia sia in Europa, si riscontra un tasso di inflazione superiore al 20 per cento per un considerevole numero di anni, mentre per la maggior parte dei paesi il tasso di inflazione ha superato il 40 per cento, anche in questo caso per un considerevole numero di anni. Si consideri, per esempio, la Corea, i cui dati decorrono dal 1743, che fino al 1800 ha fatto registrare un'inflazione superiore al 20 per cento per quasi la metà del tempo e superiore al 40 per cento per quasi un terzo del periodo. La Polonia, i cui dati iniziano dal 1704, ha fatto registrare percentuali analoghe.

## Crisi inflazionistiche moderne: confronti tra aree geografiche

La maggioranza dei paesi africani e asiatici ha sperimentato, tuttavia, ondate di inflazione alta e altissima. L'idea che i paesi asiatici siano stati immuni da un'elevata inflazione di stampo latino-americano è ingenua quanto quella che gli stessi paesi asiatici siano stati immuni dalle crisi di default fino alla crisi finanziaria che ha colpito quella regione nell'ultima parte del decennio 1990-2000. Nel 1947 la Cina ha fatto registrare un'inflazione superiore al 1 500 per cento<sup>3</sup> e l'Indonesia, nel 1966, di oltre il 900 per cento. Anche le «tigri» asiatiche, Singapore e Taiwan, hanno sperimentato un'inflazione ben superiore al 20 per cento nella prima parte del decennio 1970-80.

L'Africa – e ciò non desta probabilmente sorpresa – ha fatto registrare un andamento notevolmente peggiore. In Angola nel 1996 l'inflazione ha superato il 4000 per cento, lo Zimbabwe nel 2007 aveva già superato il 66.000 per cento, avviandosi così a sorpassare la Repubblica del Congo (uno dei paesi poveri in via di sviluppo esclusi dai mercati mondiali dei capitali privati e che non fa parte del nostro campione) che dal 1970 in poi ha sperimentato tre episodi di iperinflazione.<sup>4</sup> E nel 2008 il tasso di inflazione dello Zimbabwe era in ulteriore peggioramento.

~~il «L'Espresso» del 19 marzo 1980; l'«Unità» del 17 marzo 1980; il «New York Times» del 15-16-17-19~~

| Paese         | Periodo di riferimento | Percentuale degli anni in cui l'inflazione ha superato | Numero degli episodi iperinflazionari | Inflazione annua massima | Anno del picco di inflazione | di   |
|---------------|------------------------|--------------------------------------------------------|---------------------------------------|--------------------------|------------------------------|------|
| <b>Asia</b>   |                        |                                                        |                                       |                          |                              |      |
| Cina          | 1639-1799              | 14,3                                                   | 6,2                                   | 0                        | 116,7                        | 1651 |
| Corea         | 1743-1799              | 43,9                                                   | 29,8                                  | 0                        | 143,9                        | 1787 |
| Giappone      | 1601-1650              | 34,0                                                   | 14,0                                  | 0                        | 98,9                         | 1602 |
| <b>Europa</b> |                        |                                                        |                                       |                          |                              |      |

|                         |           |      |      |   |       |      |
|-------------------------|-----------|------|------|---|-------|------|
| Austria                 | 1501-1799 | 8,4  | 6,0  | 0 | 99,1  | 1623 |
| Belgio                  | 1501-1799 | 25,1 | 11,0 | 0 | 185,1 | 1708 |
| Danimarca               | 1749-1799 | 18,8 | 10,4 | 0 | 77,4  | 1772 |
| Francia                 | 1501-1799 | 12,4 | 2,0  | 0 | 121,3 | 1622 |
| Germania                | 1501-1799 | 10,4 | 3,4  | 0 | 140,6 | 1622 |
| Italia                  | 1501-1799 | 19,1 | 7,0  | 0 | 173,1 | 1527 |
| Norvegia                | 1666-1799 | 6,0  | 0,8  | 0 | 44,2  | 1709 |
| Paesi Bassi             | 1501-1799 | 4,0  | 0,3  | 0 | 40,0  | 1709 |
| Polonia                 | 1704-1799 | 43,8 | 31,9 | 0 | 92,1  | 1762 |
| Portogallo              | 1729-1799 | 19,7 | 2,8  | 0 | 83,1  | 1757 |
| Regno Unito             | 1501-1799 | 5,0  | 1,7  | 0 | 39,5  | 1587 |
| Spagna                  | 1501-1799 | 4,7  | 0,7  | 0 | 40,5  | 1521 |
| Svezia                  | 1540-1799 | 15,5 | 4,1  | 0 | 65,8  | 1572 |
| Turchia                 | 1586-1799 | 19,2 | 11,2 | 0 | 53,4  | 1621 |
| <i>Il «Nuovo Mondo»</i> |           |      |      |   |       |      |
| Argentina               | 1777-1799 | 4,2  | 0,0  | 0 | 30,8  | 1780 |
| Brasile                 | 1764-1799 | 25,0 | 4,0  | 0 | 33,0  | 1792 |
| Cile                    | 1751-1799 | 4,1  | 0,0  | 0 | 36,6  | 1763 |
| Messico                 | 1742-1799 | 22,4 | 7,0  | 0 | 80,0  | 1770 |
| Perù                    | 1751-1799 | 10,2 | 0,0  | 0 | 31,6  | 1765 |
| Stati Uniti             | 1721-1799 | 7,6  | 4,0  | 0 | 192,5 | 1779 |

Fonti: In considerazione della lunghezza del periodo di riferimento e del notevole numero di paesi inclusi nella rilevazione, i prezzi al consumo (o gli indici del costo della vita) sono tratti da molte differenti fonti, indicate dettagliatamente per paese e per periodo nell'appendice A.1.

<sup>a</sup> L'iperinflazione è qui definita come un tasso annuo d'inflazione del 500 per cento o più (questa non è la tradizionale definizione di Cagan).

TABELLA 12.2

Il «default» attraverso l'inflazione: l'Africa e l'Asia, 1600-2000

| Paese                    | Periodo di riferimento | Percentuale degli anni in cui l'inflazione ha superato | Numero degli episodi di iperinflazione <sup>a</sup> | Inflazione annua massima | Anno del picco di inflazione | del  |
|--------------------------|------------------------|--------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------|--------------------------|------------------------------|------|
|                          |                        | 20%                                                    | 40%                                                 |                          |                              |      |
| Algeria                  | 1879                   | 24,1                                                   | 12,0                                                | 0                        | 69,2                         | 1947 |
| Angola                   | 1915                   | 53,3                                                   | 44,6                                                | 4                        | 4416,0                       | 1996 |
| Costa d'Avorio           | 1952                   | 7,3                                                    | 0,0                                                 | 0                        | 26,0                         | 1994 |
| Egitto                   | 1860                   | 7,5                                                    | 0,7                                                 | 0                        | 40,8                         | 1941 |
| Kenya                    | 1949                   | 8,3                                                    | 3,3                                                 | 0                        | 46,0                         | 1993 |
| Marocco                  | 1940                   | 14,9                                                   | 4,5                                                 | 0                        | 57,5                         | 1947 |
| Mauritius                | 1947                   | 10,0                                                   | 0,0                                                 | 0                        | 33,0                         | 1980 |
| Nigeria                  | 1940                   | 22,6                                                   | 9,4                                                 | 0                        | 72,9                         | 1995 |
| Repubblica Centrafricana | 1957                   | 4,0                                                    | 0,0                                                 | 0                        | 27,7                         | 1971 |
| Sud Africa               | 1896                   | 0,9                                                    | 0,0                                                 | 0                        | 35,2                         | 1919 |
| Tunisia                  | 1940                   | 6,0                                                    | 6,0                                                 | 0                        | 72,2                         | 1943 |
| Zambia                   | 1943                   | 15,6                                                   | 15,6                                                | 0                        | 183,3                        | 1993 |
| Zimbabwe                 | 1920                   | 14,0                                                   | 14,0                                                | in corso                 | 66 000                       |      |

|            |      |      |      |   |         |      |
|------------|------|------|------|---|---------|------|
| Asia       |      |      |      |   |         |      |
| Cina       | 1800 | 19,3 | 14,0 | 3 | 1 579,3 | 1947 |
| Corea      | 1800 | 35,3 | 24,6 | 0 | 210,4   | 1951 |
| Filippine  | 1938 | 11,6 | 7,2  | 0 | 141,7   | 1943 |
| Giappone   | 1819 | 12,2 | 4,8  | 1 | 568,0   | 1945 |
| Hong Kong  | 1948 | 1,7  | 0,0  | 0 | 21,7    | 1949 |
| Kong       |      |      |      |   |         |      |
| India      | 1801 | 7,3  | 1,5  | 0 | 53,8    | 1943 |
| Indonesia  | 1819 | 18,6 | 9,6  | 1 | 939,8   | 1966 |
| Malaysia   | 1949 | 1,7  | 0,0  | 0 | 22,0    | 1950 |
| Myanmar    | 1872 | 6,7  | 6,7  | 0 | 58,1    | 2002 |
| Singapore  | 1949 | 0,0  | 0,0  | 0 | 23,5    | 1973 |
| Thailandia | 1821 | 14,0 | 7,5  | 0 | 78,5    | 1919 |
| Taiwan     | 1898 | 14,7 | 11,0 | 0 | 29,6    | 1973 |

|                       |      |      |      |   |          |      |
|-----------------------|------|------|------|---|----------|------|
| Argentina             | 1800 | 24,6 | 15,5 | 4 | 3 079,5  | 1989 |
| Bolivia               | 1937 | 38,6 | 20,0 | 2 | 11 749,6 | 1985 |
| Brasile               | 1800 | 28,0 | 17,9 | 6 | 2 947,7  | 1990 |
| Cile                  | 1800 | 19,8 | 5,8  | 0 | 469,9    | 1973 |
| Colombia              | 1864 | 23,8 | 1,4  | 0 | 53,6     | 1882 |
| Costa Rica            | 1937 | 12,9 | 1,4  | 0 | 90,1     | 1982 |
| Ecuador               | 1939 | 36,8 | 14,7 | 0 | 96,1     | 2000 |
| El Salvador           | 1938 | 8,7  | 0,0  | 0 | 31,9     | 1986 |
| Guatemala             | 1938 | 8,7  | 1,4  | 0 | 41,0     | 1990 |
| Honduras              | 1937 | 8,6  | 0,0  | 0 | 34,0     | 1991 |
| Messico               | 1800 | 42,5 | 35,7 | 0 | 131,8    | 1987 |
| Nicaragua             | 1938 | 30,4 | 17,4 | 6 | 13 109,5 | 1987 |
| Panama                | 1949 | 0,0  | 0,0  | 0 | 16,3     | 1974 |
| Paraguay              | 1949 | 32,8 | 4,5  | 0 | 139,1    | 1952 |
| Perù                  | 1800 | 15,5 | 10,7 | 3 | 7 481,7  | 1990 |
| Repubblica Dominicana | 1943 | 17,2 | 9,4  | 0 | 51,5     | 2004 |
| Uruguay               | 1871 | 26,5 | 19,1 | 0 | 112,5    | 1990 |
| Venezuela             | 1832 | 10,3 | 3,4  | 0 | 99,9     | 1996 |
| <i>Nord America</i>   |      |      |      |   |          |      |
| Canada                | 1868 | 0,7  | 0,0  | 0 | 23,8     | 1917 |
| Stati Uniti           | 1800 | 1,0  | 0,0  | 0 | 24,0     | 1864 |
| <i>Oceania</i>        |      |      |      |   |          |      |
| Australia             | 1819 | 4,8  | 1,1  | 0 | 57,4     | 1854 |
| Nuova Zelanda         | 1858 | 0,0  | 0,0  | 0 | 17,2     | 1980 |

*Fonti:* In considerazione della lunghezza del periodo di riferimento e del notevole numero di paesi inclusi nella rilevazione, i prezzi al consumo (o gli indici del costo della vita) sono tratti da molte differenti fonti, indicate dettagliatamente per paese e per periodo nell'appendice A.1.

<sup>a</sup> L'iperinflazione è qui definita come un tasso annuo d'inflazione del 500 per cento o più (questa non è la tradizionale definizione di Cagan).

Infine, la tabella 12.3 riporta i tassi di inflazione dal 1800 al 2008 per l'Europa, l'America latina, il Nord America e l'Oceania. Le vicende europee comprendono i grandi episodi postbellici di iperinflazione studiati da Cagan.<sup>5</sup> Ma anche escludendo tali episodi, paesi come la Polonia, la Russia e la Turchia hanno sperimentato un'elevata inflazione per una percentuale straordinariamente alta. Oggi non si pensa che i paesi scandinavi possano avere problemi per livelli eccessivi di inflazione, ma in passato hanno anch'essi sperimentato un'inflazione elevata. La Norvegia, per esempio, nel 1812 ha fatto registrare un tasso di inflazione del 152 per cento, la Danimarca il 48 per cento nel 1800 e la Svezia il 36 per cento nel 1918. L'America latina nel periodo successivo alla Seconda guerra mondiale ha registrato un'inflazione notoriamente spettacolare, come illustrato nella tabella, con molti episodi di iperinflazione in tempo di pace nel decennio 1980-90 e in quello successivo. La scadente performance dell'America

latina appare tuttavia meno anomala se collocata in una più ampia prospettiva in termini di paesi e in termini temporali.

Anche il Canada e gli Stati Uniti sono stati interessati da un episodio di inflazione superiore al 20 per cento. Anche se negli Stati Uniti l'inflazione non ha più raggiunto le tre cifre dopo il XVIII secolo, nel 1864, durante la Guerra civile, toccò il 24 per cento. (Naturalmente, la moneta della Confederazione del Sud sperimentò un'inflazione a tre cifre durante la Guerra civile, che gli stati secessionisti infine persero.) Anche in Canada l'inflazione raggiunse il 24 per cento, nel 1917. Come si può vedere nella tabella 12.3, solo in Nuova Zelanda e Panama l'inflazione non ha mai superato il 20 per cento, anche se in Nuova Zelanda ha raggiunto ancora recentemente, nel 1980, il 17 per cento e a Panama il 16 per cento nel 1974.

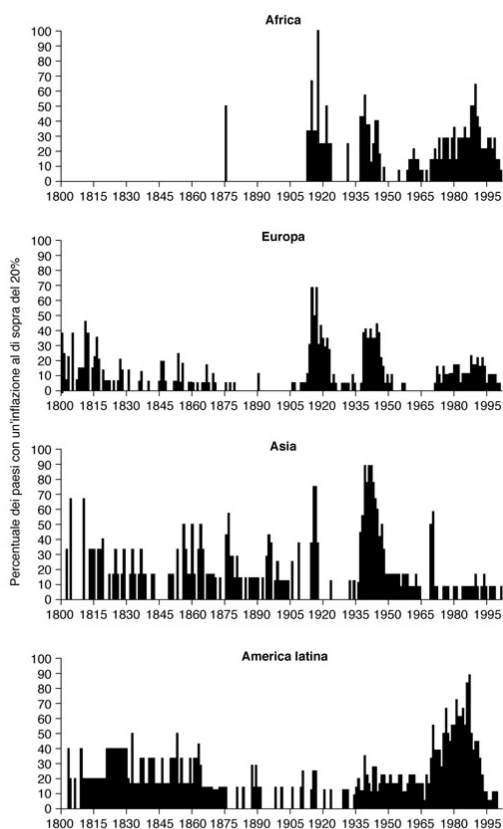


Figura 12.2. Incidenza dell'inflazione annua al di sopra del 20 per cento: Africa, Asia, Europa e America latina, 1800-2007.

Fonti: In considerazione della lunghezza del periodo di riferimento e del notevole

numero di paesi inclusi nella rilevazione, i prezzi al consumo (o gli indici del costo della vita) sono tratti da molte differenti fonti, indicate dettagliatamente per paese e per periodo nell'appendice A.1.

Come nel caso dei default sul debito, i primi anni successivi alla recessione globale del 2001 sono stati relativamente tranquilli in termini di inflazione molto elevata, sebbene alcuni paesi (tra cui l'Argentina, il Venezuela e, naturalmente, lo Zimbabwe) abbiano avuto problemi.<sup>6</sup> Molti osservatori, seguendo la stessa logica applicata ai default esteri, sono giunti alla conclusione che «questa volta è diverso» e che l'inflazione non sarebbe più tornata. Concordiamo certamente sul fatto che vi sono stati considerevoli progressi nella comprensione del funzionamento delle banche centrali e della politica monetaria, e particolarmente sull'importanza del ruolo di una banca centrale indipendente che ponga tra i suoi principali obiettivi la stabilizzazione dell'inflazione. Ma, come nel caso del default sul debito, l'esperienza ci induce a ritenere che i periodi tranquilli non durino indefinitamente.

Nella figura 12.2 sono rappresentate graficamente le percentuali dei paesi che hanno sperimentato crisi inflazionistiche (definite in base a un tasso annuo di inflazione del 20 per cento o superiore) in ciascuno degli anni dal 1800 al 2007 distintamente per l'Africa, l'Asia, l'Europa e l'America latina. Nessuna di tali aree geografiche si distingue in modo particolare per aver avuto una storia inflazionistica senza macchie. Dopo la Seconda guerra mondiale, l'incidenza di alti livelli inflazionistici è stata maggiore in Africa e America latina che nelle altre aree, e questo trend si è intensificato negli anni ottanta e novanta. La moderazione dell'inflazione mondiale è un fenomeno ancora troppo recente; vedremo se l'inflazione si riaffaccerà negli anni successivi alla crisi finanziaria dell'ultima parte del decennio in corso, a fronte in particolare dell'aumento del debito pubblico degli stati, dell'erosione degli spazi di manovra delle politiche fiscali (cioè della capacità dei governi di attuare politiche di bilancio espansive), e specialmente se dovesse infine verificarsi un'ondata di default del debito sovrano nelle economie di mercato emergenti.

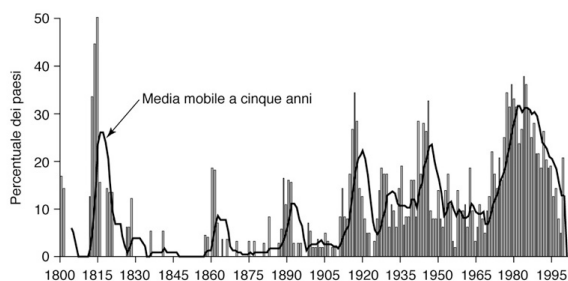


Figura 12.3. Crisi valutarie: percentuale dei paesi con tassi di svalutazione annui



maggiori del 15 per cento, 1800-2007.

*Fonti:* Le fonti principali sono Global Financial Data (s.d.) e Reinhart e Rogoff (2008a); numerose altre fonti sono elencate nell'appendice A.1.

*Nota:* Il picco sul lato sinistro del grafico si riferisce alle Guerre napoleoniche, durate dal 1799 al 1815.

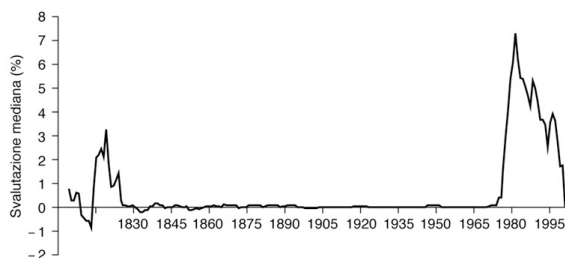


Figura 12.4. Svalutazione annua mediana: media mobile a cinque anni per tutti i paesi, 1800-2007.

*Fonti:* Le fonti principali sono Global Financial Data (s.d.) e Reinhart e Rogoff (2008a); numerose altre fonti sono elencate nell'appendice A.1.

*Nota:* Il picco sul lato sinistro del grafico si riferisce alle Guerre napoleoniche, durate dal 1799 al 1815).

## Crisi valutarie

Dopo aver illustrato lo svilimento delle monete e le crisi inflazionistiche, una lunga esposizione sulle crisi valutarie potrebbe sembrare in qualche misura ridondante. Il nostro database sui tassi di cambio è ampio quasi quanto quello sui prezzi, specialmente per quanto riguarda i tassi di cambio basati sull'argento (si rinvia alle appendici per una descrizione dettagliata). Anche se qui non entreremo nei particolari, un'analisi più sistematica dell'insieme di dati dimostrerà che, in generale, *le crisi inflazionistiche e le crisi valutarie hanno proceduto di pari passo nella stragrande maggioranza dei casi sia nel corso del tempo sia nei vari paesi considerati (con un collegamento ancora più stretto nei paesi soggetti a inflazione cronica, in cui il canale di comunicazione tra tassi di cambio e prezzi è più ampio).*

L'aspetto probabilmente più sorprendente che emerge dall'analisi dell'andamento dei tassi di cambio riguarda il periodo delle Guerre napoleoniche, in cui l'instabilità dei cambi ha raggiunto un livello molto alto, mai riscontrato in precedenza e che non si sarebbe più rivisto per circa cento anni. Lo si vede chiaramente nelle figure 12.3 e 12.4: la prima illustra l'incidenza dei picchi di svalutazione dei cambi e la seconda la svalutazione mediana. Dai grafici emerge anche che nel

periodo più recente si sono verificate una più elevata incidenza dei crolli e più ampie variazioni mediane. Ciò non dovrebbe sorprendere, tenuto conto della gravità delle crisi valutarie verificatesi nel Messico (1994), in Asia (1997), in Russia (1998), in Brasile (1999) e in Argentina (2001), nonché in altri paesi.

## Conseguenze di un'elevata inflazione e delle crisi valutarie

I paesi in cui si verifica un'inflazione elevata e duratura sperimentano spesso la *dollarization*, cioè la propensione a utilizzare una valuta estera come mezzo di scambio, unità di conto e riserva di valore. Dal punto di vista pratico, ciò può comportare l'uso di una valuta estera forte negli scambi commerciali oppure, anche più spesso, l'indicizzazione a una valuta estera dei conti bancari, delle obbligazioni e di altre attività finanziarie (fenomeno che in uno studio in collaborazione con Savastano abbiamo denominato «dollarizzazione delle passività»)<sup>7</sup>. In molti casi, il passaggio duraturo al dollaro è uno dei molti costi a lungo termine degli episodi di elevata inflazione, e tale fenomeno spesso persiste anche se il governo cerca di contrastarlo. Un governo che ha eccessivamente abusato del monopolio sulla moneta e sul sistema dei pagamenti potrebbe incontrare difficoltà nel continuare a imporre tale monopolio. La riduzione del passaggio al dollaro e la riassunzione del controllo della politica monetaria costituiscono spesso uno dei principali obiettivi della politica disinflazionistica dopo un periodo di alta inflazione.

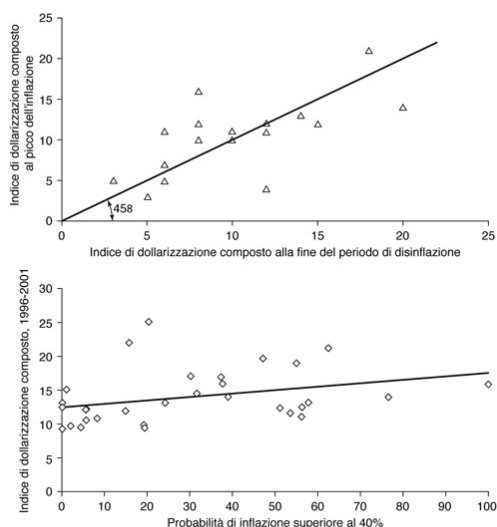


Figura 12.5. Persistenza della dollarizzazione.

Fonte: Reinhart, Rogoff e Savastano (2003b)

*Note:* Il grafico in alto mostra che la disinflazione non ha prodotto effetti chiari sul grado di dollarizzazione. La «fine del periodo di disinflazione» è definita come l'anno in cui il tasso di inflazione è sceso al di sotto del 10 per cento. Il grafico in basso mostra che i livelli di dollarizzazione correnti sono collegati alla storia di elevata inflazione di un paese. La probabilità non condizionata è stata calcolata in base ai dati mensili sull'inflazione per il periodo 1958-2001.

Il processo di eliminazione della *dollarization* può essere però estremamente difficile. In questo breve paragrafo faremo una digressione proprio per soffermarci su questo importante fenomeno monetario.

Le disinflazioni che si sono concluse con esito positivo non sono state accompagnate, in genere, da un'ampia riduzione del grado di *dollarization*. Infatti, il primo grafico della figura 12.5 evidenzia che in oltre la metà degli episodi il grado di dollarizzazione alla fine del periodo di disinflazione era lo stesso o era più alto di quello che si riscontrava quando l'inflazione aveva raggiunto il picco. Inoltre, in molti degli altri episodi la diminuzione del grado di dollarizzazione è stata generalmente piccola. La persistenza della *dollarization* è coerente con l'evidenza sull'«isteresi» riscontrata dagli studi basati su una più accurata misura della dollarizzazione domestica. In questo contesto l'isteresi si riferisce semplicemente alla tendenza di un paese che ha adottato come standard il dollaro a mantenerlo anche molto tempo dopo che le ragioni originarie che avevano determinato il passaggio al dollaro (generalmente un'inflazione eccessiva in termini di moneta nazionale) siano state eliminate.

La persistenza della dollarizzazione è una regolarità che tende a essere associata a paesi con esperienze inflazionistiche alle spalle. Infatti, i paesi che nel corso degli ultimi decenni hanno sperimentato ricorrenti periodi di elevata inflazione hanno generalmente fatto registrare nell'ultima parte del decennio 1990-2000 un grado di dollarizzazione più alto rispetto ai paesi in cui l'inflazione è stata meno accentuata (figura 12.5, grafico in basso). Interpretare la probabilità (non condizionata) di elevata inflazione utilizzata nella figura 12.5 come misura approssimativa della credibilità della politica monetaria ci aiuta a comprendere perché conseguire un'inflazione bassa non è generalmente condizione sufficiente per una rapida diminuzione del grado di dollarizzazione; ne consegue che un paese che ha sperimentato gravi problemi inflazionistici dovrà mantenere l'inflazione a bassi livelli per un lungo periodo prima di poter significativamente ridurre la probabilità di un altro episodio inflazionistico.<sup>8</sup> È un'altra situazione che presenta analogie con le difficoltà che un paese si trova a fronteggiare per superare il problema

del ripudio del debito.

Si riscontra una correlazione anche tra i livelli correnti di dollarizzazione e l'andamento storico dei tassi di cambio. In paesi che hanno sperimentato periodi di elevata inflazione, tassi di cambio paralleli e controlli valutari pervasivi sono stati più la norma che l'eccezione. Al contrario, pochissimi paesi con tassi di cambio unificati e la cui moneta era agganciata a una valuta forte hanno sperimentato periodi di elevata inflazione.<sup>9</sup> L'evidenza empirica induce a ritenere, quindi, che vi sia un collegamento tra i livelli correnti di dollarizzazione e l'adozione da parte di un paese, in precedenza, di controlli sui cambi e di tassi di cambio multipli.

## Eliminazione del dollaro nazionale

Abbiamo visto che la diminuzione dell'inflazione non è generalmente sufficiente a ridurre la dollarizzazione domestica, almeno in un arco temporale di più di cinque anni. Tuttavia, alcuni paesi sono riusciti a ridurre il grado di dollarizzazione domestica. Per individuare questi paesi è utile trattare separatamente i casi in cui la riduzione della dollarizzazione domestica è derivata da una diminuzione del debito pubblico in valuta estera emessa sul mercato locale e quelli in cui tale riduzione è derivata da una diminuzione della quota dei depositi in valuta estera nella moneta in senso ampio.

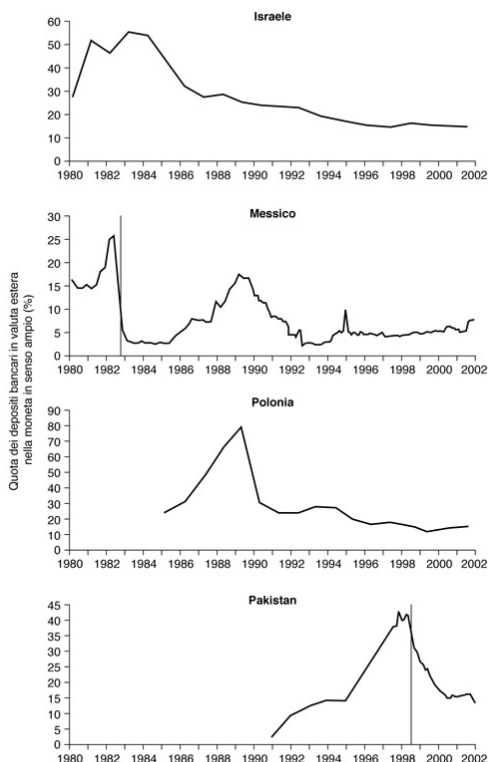


Figura 12.6. Riduzione della dollarizzazione dei depositi bancari: Israele, Polonia, Messico e Pakistan, 1980-2002.

Fonti: Vedi appendice A.1.

*Note:* Nel grafico relativo al Messico la linea verticale segna il punto, nel 1982, in cui è stata attuata una conversione forzata dei depositi bancari in valuta estera. In quello relativo al Pakistan, la linea verticale segna il punto, nel 1998, in cui è stata attuata una conversione forzata dei depositi bancari in valuta estera.

I pochi paesi del nostro campione che sono riusciti a eliminare i debiti in valuta estera emessa sul mercato interno hanno adottato una delle due seguenti strategie: o hanno ammortizzato lo stock di debito in essere alle condizioni originariamente previste, ponendo termine, in pari tempo, all'emissione di questi titoli, oppure hanno cambiato la moneta di denominazione del debito, talvolta, ma non sempre, sulla base di approcci orientati al mercato. Un esempio della prima strategia è la decisione del Messico di rimborsare in dollari americani tutti i *tesobonos* in circolazione indicizzati al dollaro al tempo della crisi del dicembre 1994 (mediante i prestiti ricevuti dal Fondo monetario internazionale e dagli Stati Uniti) e di non emettere più, dopo di allora,

obbligazioni domestiche denominate in valuta estera. Un recente esempio della seconda è la decisione dell'Argentina nell'ultima parte del 2001 di convertire in moneta nazionale i titoli pubblici emessi originariamente in dollari americani (in base alle normative argentine).

Nel nostro campione sono più frequenti le riduzioni della dollarizzazione domestica originate da una diminuzione della quota dei depositi in valuta estera nella moneta in senso ampio. Per identificare soltanto i casi in cui l'inversione della dollarizzazione dei depositi è stata ampia e duratura, abbiamo cercato di evidenziare tutti gli episodi in cui il rapporto tra i depositi in valuta estera e la moneta in senso ampio soddisfaceva le seguenti tre condizioni: (1) faceva registrare una flessione pari ad almeno il 20 per cento, (2) subito dopo tale flessione, si stabilizzava a un livello inferiore al 20 per cento e (3) rimaneva al di sotto del 20 per cento fino alla fine del periodo considerato dal campione.

Nel periodo 1980-2001, *solo quattro degli ottantacinque paesi* per i quali disponiamo di dati sui depositi in valuta estera hanno soddisfatto i tre criteri citati: Israele, Polonia, Messico e Pakistan (figura 12.6). In altri sedici paesi, il rapporto tra depositi in valuta estera e moneta in senso ampio è diminuito di oltre il 20 per cento in parte del periodo 1980-2001. Tuttavia, in alcuni di essi – per esempio, Bulgaria e Libano – dopo tale diminuzione il rapporto di dollarizzazione dei depositi si è collocato a un livello notevolmente più alto del 20 per cento. E nella maggioranza degli altri casi (dodici su sedici) il rapporto di dollarizzazione è sceso inizialmente al di sotto del 20 per cento ma è poi risalito a livelli superiori al 20 per cento.<sup>10</sup> Alcune forme di dollarizzazione sono ancora più difficili da eliminare. Attualmente in Polonia (uno dei paesi relativamente di maggior successo nel processo di riduzione della dollarizzazione) una quota dei prestiti ipotecari compresa tra la metà e i due terzi è denominata in una valuta estera, prevalentemente franchi svizzeri.

In tre dei quattro casi che hanno soddisfatto le tre condizioni poste per una ampia e duratura flessione del rapporto di dollarizzazione dei depositi, l'inversione è iniziata quando le autorità hanno imposto restrizioni alla convertibilità dei depositi in dollari. In Israele, verso la fine del 1985, le autorità introdussero l'obbligo di detenere tutti i depositi in valuta estera per almeno un anno, rendendo così tali depositi notevolmente meno appetibili di altri strumenti finanziari indicizzati.<sup>11</sup> Nel 1982 in Messico e nel 1998 in Pakistan le autorità hanno invece convertito forzatamente i depositi in dollari in depositi in moneta nazionale, utilizzando per la conversione un tasso di cambio notevolmente inferiore (cioè che attribuiva un maggior valore alla

moneta nazionale) al tasso di mercato corrente.

È interessante notare che non tutti i paesi che hanno introdotto severe restrizioni sulla disponibilità dei depositi in dollari sono riusciti a ridurre il rapporto di dollarizzazione dei depositi su base duratura. All'inizio degli anni ottanta la Bolivia e il Perù hanno adottato misure simili a quelle del Messico e del Pakistan, ma dopo alcuni anni di grande instabilità macroeconomica che li portarono sull'orlo dell'iperinflazione, entrambi i paesi permisero nuovamente i depositi in valuta estera e da allora sono rimasti molto dollarizzati nonostante il considerevole successo ottenuto nella riduzione dell'inflazione.

Anche nei paesi in cui le restrizioni sui depositi in dollari hanno finora consentito una duratura riduzione della dollarizzazione dei depositi, i costi non sono stati certo di poco conto. Nel Messico le fughe dei capitali sono quasi raddoppiate (a circa 6,5 miliardi di dollari l'anno), il credito bancario al settore privato è sceso di quasi la metà nei due anni successivi alla conversione forzosa dei depositi in dollari e l'inflazione e la crescita economica del paese sono state deludenti per diversi anni.<sup>12</sup> Quanto al Pakistan, è ancora presto per dire se la conversione forzosa del 1998 si dimostrerà duratura o se alla fine si invertirà, come è avvenuto in Bolivia e in Perù, e in Argentina con la conversione forzosa al peso del 2001-02.

In questo capitolo abbiamo trattato molti temi, sottolineando alcuni importanti aspetti dell'affascinante storia mondiale dell'inflazione e delle crisi valutarie. Praticamente tutti i paesi del mondo, in particolare quando si sono trovati nella fase di mercato emergente, hanno sperimentato periodi di inflazione, spesso duratura e ricorrente. In effetti, la storia dell'inflazione dimostra quanto sia difficile per un paese affrancarsi definitivamente da una storia di cattiva gestione dell'economia senza subire occasionali, ma molto dolorose, ricadute. Un'elevata inflazione induce i residenti a esporsi il meno possibile, per un tempo molto lungo, al rischio di una gestione non corretta dell'economia. La loro minore domanda di moneta cartacea locale riduce la base su cui il governo può conseguire redditi da inflazione, rendendo più penoso (in termini fiscali) il ristabilimento di un basso livello di inflazione. Una dinamica destabilizzante dei tassi di cambio ne costituisce un naturale corollario. In casi estremi, i cittadini cercheranno di aggirare il monopolio dello stato sulla moneta mediante l'uso di una valuta forte, oppure il governo stesso può vedersi costretto a garantire l'indicizzazione a una valuta forte dei depositi bancari e di altre passività nel tentativo di ripristinare il sistema dei pagamenti. L'indebolimento del monopolio dello stato sulla moneta è un problema il cui superamento può richiedere tempi anche molto lunghi.

## QUINTA PARTE

### Il tracollo dei *subprime* americani e la Seconda grande contrazione

In quale misura i parametri storici consentono di valutare la traiettoria di una crisi finanziaria globale moderna? In questa parte del libro attingiamo alla nostra serie di dati storici per mettere a punto alcuni parametri in grado di fornire una misura della gravità della crisi, alla luce sia di ciò che l'ha preceduta sia della possibile evoluzione delle sue conseguenze. Solo alcuni anni fa molti avrebbero detto che i progressi compiuti dall'ingegneria finanziaria e dalla gestione della politica monetaria hanno contribuito in misura notevole a rendere più controllabile il ciclo economico, limitando i rischi di contagio finanziario. Ma la recente crisi finanziaria globale ha dimostrato che si tratta di un'opinione errata.

Quando nell'estate del 2007 la «crisi finanziaria dei *subprime*» (come è stata definita in un primo momento) ha cominciato a svilupparsi, una lettura frettolosa della stampa finanziaria globale avrebbe potuto portare alla conclusione che l'economia mondiale stava attraversando acque oscure e inesplorate. Dopo che all'inizio dell'autunno del 2008 gli eventi hanno virato decisamente verso il peggio, molti commenti hanno assunto gli stessi toni apocalittici che di norma vengono riservati a minacce di entità tale da mettere a rischio la stessa civiltà (così come la conosciamo). Se i responsabili delle decisioni politiche avessero però preso in esame la storia recente delle crisi finanziarie si sarebbero resi conto che essa offre una preziosa prospettiva qualitativa e quantitativa sul modo di valutare la loro evoluzione.

È proprio quello che cercheremo di fare nei prossimi quattro capitoli, formulando analogie sulla base delle esperienze passate e utilizzando la nostra serie di dati per mettere a punto parametri quantitativi. Poiché probabilmente molti dei nostri lettori desiderano cominciare dalla crisi più recente, abbiamo fatto del nostro meglio per rendere questa parte del libro relativamente autonoma, ripercorrendo e riprendendo, laddove necessario, i temi principali dei capitoli precedenti.

Nel primo di questi capitoli, il capitolo 13, cominceremo con una



panoramica della storia delle crisi bancarie mirata a fornire al lettore una prospettiva sulla crisi corrente. Dedicheremo particolare attenzione al dibattito sull'enorme squilibrio globale delle partite correnti che ha preceduto la crisi e che, secondo alcuni, ha contribuito al suo insorgere. Come vedremo, il gigantesco indebitamento degli Usa prima della crisi (concretizzatosi in una sequenza di enormi deficit delle partite correnti e della bilancia commerciale) non è certamente stato l'unico segnale d'allarme. L'economia degli Stati Uniti, all'epicentro della crisi, ha in realtà evidenziato molti altri segni che indicavano come il paese fosse sull'orlo di una profonda crisi finanziaria. Altri indicatori, come per esempio l'inflazione del prezzo degli investimenti, in particolare nel settore immobiliare, il continuo aumento dell'indebitamento delle famiglie e il rallentamento della produzione – cioè alcuni dei principali segni tipici delle crisi finanziarie – costituivano tutti sintomi preoccupanti. Da un punto di vista puramente quantitativo, il periodo antecedente la crisi finanziaria americana è stato contrassegnato da tutti i segnali che precedono il verificarsi di un incidente. Gli Stati Uniti non sono naturalmente stati gli unici a mostrare i classici segnali d'allarme di un'imminente crisi finanziaria e anche la Gran Bretagna, la Spagna e l'Irlanda, tra gli altri, sono stati colpiti da molti degli stessi sintomi.

Nel capitolo successivo, il capitolo 14, amplieremo il raffronto tra le crisi passate e quella recente, esaminando le conseguenze delle crisi finanziarie più gravi. Tratteremo anche alcuni episodi relativamente noti verificatisi nei mercati emergenti, con l'obiettivo di espandere la nostra serie di dati. Come abbiamo visto nel capitolo 10, che affrontava le crisi bancarie, i mercati emergenti e i paesi sviluppati registrano esiti sorprendentemente simili in seguito alle crisi finanziarie (perlomeno in alcune aree fondamentali) e la nostra ci sembra pertanto una scelta giustificata. Lungo la maggior parte del capitolo le crisi che utilizzeremo come gruppo di raffronto saranno crisi del dopoguerra, ma verso la sua fine effettueremo raffronti anche con la Grande depressione. Si può plausibilmente sostenere che nelle prime fasi della Grande depressione la politica macroeconomica sia stata eccessivamente passiva. In effetti gli sforzi messi in atto successivamente al calo delle entrate fiscali per preservare l'equilibrio dei bilanci statali hanno avuto con ogni probabilità effetti profondamente controproducenti, mentre la riluttanza ad abbandonare il sistema monetario aureo ha avuto come effetto, in molti paesi, l'aumento della deflazione. I raffronti sono tuttavia importanti, perché dopo la Grande depressione nessuna altra crisi finanziaria ha avuto una portata altrettanto globale.

Nel capitolo che segue, il capitolo 15, analizzeremo gli anelli della

catena di trasmissione delle crisi da un paese all'altro e che vanno dai nessi finanziari, al commercio e a fattori comuni come la tecnologia e gli shock georesponsabili della politica economica. Opereremo inoltre una distinzione tra i fattori ad alta velocità, o «privi di freni», che trasmettono con grande rapidità le crisi oltre i confini – per esempio tramite i mercati azionari – e i fattori a bassa velocità, o «a lenta combustione», che implicano una trasmissione dai tempi notevolmente più lunghi.

Nell'ultimo di questi quattro capitoli, il capitolo 16, esamineremo la recente crisi da una prospettiva globale. Il capitolo sarà il coronamento di tutto quanto lo ha preceduto. La nostra ampia serie di dati, che copre pressoché tutte le diverse regioni, ci permette di giungere a una definizione operativa della natura delle crisi finanziarie globali. Inoltre, la nostra analisi dei diversi tipi di crisi descritti nel presente libro ci consente di mettere a punto un nuovo indice delle crisi che nella sua essenza aggrega le diverse singole crisi che ogni paese del mondo sta affrontando in un dato periodo. Il capitolo 16 pertanto svolge un ruolo del tutto cruciale e riassume l'intero spettro delle crisi da noi prese in esame in questo libro. Sebbene appaia improbabile che la gravità della crisi più recente possa avvicinarsi a quella della Grande depressione degli anni trenta, i lettori potranno comunque trovare nel raffronto un utile stimolo alla riflessione.

### 13. La crisi dei *subprime* negli Usa: un raffronto internazionale e storico

Il presente capitolo comincia con un «affresco» che descrive a grandi linee l'incidenza che durante il secolo scorso le crisi bancarie hanno avuto a livello globale, sfruttando l'ampia quantità di dati raccolti per questo libro. Lo scopo che ci prefiggiamo è quello di collocare in un contesto storico più ampio la situazione internazionale della fine degli anni 2000, la «Seconda grande contrazione».<sup>1</sup> Proseguiremo poi, nel presente capitolo e in quello successivo, con un confronto tra la recente crisi finanziaria dei *subprime* Usa e le crisi finanziarie del passato. Dimosteremo a grandi linee che sia nel periodo che ha preceduto la recente crisi sia in quello a essa successivo (fino al momento in cui scriviamo questo libro), gli Stati Uniti hanno seguito, in termini quantitativi, il percorso in discesa di una tipica crisi finanziaria profonda.

In questo capitolo, oltre a effettuare raffronti quantitativi, esamineremo anche il riemergere della sindrome del «questa volta è diverso» – cioè l'insistere sul fatto che un insieme di fattori renderebbe le precedenti leggi degli investimenti del tutto obsolete – già manifestatasi all'alba del tracollo. Si tratta di un compito che non è particolarmente difficile, perché la sindrome è comprovata da un'ampia serie di osservazioni e pubblicazioni di studiosi, responsabili della politica economica e operatori e professionisti attivi sui mercati finanziari precedenti lo scoppio della crisi. Riserveremo una particolare attenzione al dibattito riguardante l'opportunità o meno di considerare l'enorme massa di indebitamento estero accumulata dagli Stati Uniti prima della crisi come un segnale di allarme di importanza critica.

Una visione storica globale della crisi dei *subprime* e delle sue conseguenze

Prima di concentrarci sulla Seconda grande contrazione cominciata nel 2007 sarà utile considerare l'incidenza delle crisi bancarie lungo un intervallo storico più ampio, da noi già esaminato nel capitolo 10. Uno sguardo più attento a questi dati permette di individuare come prima crisi bancaria di un'economia avanzata che fa parte del nostro

campione, quella verificatasi in Francia nel 1802; tra le crisi passate che hanno colpito mercati emergenti ci sono quelle dell'India nel 1863, della Cina (a più riprese) nel corso degli anni compresi tra il 1860 e il 1870, e del Perù nel 1873. Poiché in questo capitolo il nostro scopo è quello di effettuare raffronti di ampio respiro tra paesi diversi, ci concentreremo principalmente sui dati relativi al periodo successivo al 1900, visto che sono sufficientemente abbondanti da consentire un trattamento empirico sistematico.<sup>2</sup>

La figura 13.1 è un grafico che illustra l'incidenza delle crisi bancarie tra i paesi che fanno parte del nostro campione (quest'ultimo, come il lettore si ricorderà, corrisponde a circa il 90 per cento del reddito mondiale sulla base della parità dei poteri di acquisto, o Ppa). Il grafico, in realtà, si basa sugli stessi dati della figura 10.1, fatta eccezione per il fatto che qui ci concentriamo solo sulle crisi bancarie escludendo quelli sui movimenti di capitale. Come più sopra, la figura mostra la percentuale di paesi indipendenti che hanno vissuto una crisi bancaria in qualsiasi anno compreso tra il 1900 e il 2008, prendendo in considerazione la media mobile su tre anni. Come nella figura 10.1 e in altre figure simili del libro, il computo della figura 13.1 pondera i paesi in base alla rispettiva quota del Pil mondiale e di conseguenza le crisi delle economie più grandi hanno un impatto maggiore sulla forma complessiva del grafico. La funzione di questo aggregato ponderato è quella di fornire una misura dell'impatto «globale» delle singole crisi bancarie. Pertanto a una crisi negli Stati Uniti o in Germania viene assegnato un peso di gran lunga maggiore rispetto a quello di una crisi in Angola o in Honduras, tutti paesi che fanno parte del nostro campione di sessantasei paesi. Il lettore deve tenere presente che sebbene a nostro parere la figura 13.1 fornisca un'immagine sufficientemente corretta delle dimensioni delle crisi bancarie verificatesi nel mondo in momenti diversi, si tratta solo di una misurazione approssimativa, poiché le crisi bancarie hanno livelli di gravità differenti.

Come abbiamo osservato nel capitolo 10, il punto più alto dell'incidenza delle crisi bancarie durante questo intervallo di 109 anni è stato registrato durante la Grande depressione degli anni trenta. Precedentemente, «ondate» meno diffuse di stress finanziario globale si erano evidenziate durante e intorno al Panico del 1907, originatosi a New York, nonché in occasione delle crisi che hanno accompagnato lo scoppio della Prima guerra mondiale. La figura 13.1 ci ricorda anche la relativa calma che ha regnato tra la fine degli anni quaranta e l'inizio degli anni settanta. Tale calma può essere spiegata in parte con il boom della crescita a livello mondiale, ma forse ancora di più con la repressione dei mercati finanziari nazionali (di intensità variabile) e

con il pesante uso di controlli dei capitali, protrattosi per molti anni dopo la Seconda guerra mondiale. (Ciò non implica che a nostro parere tale repressione e tali controlli rappresentino il giusto approccio per affrontare il rischio dello scoppio di crisi finanziarie.)

Come abbiamo osservato anche nel capitolo 10, a partire dall'inizio degli anni settanta si è diffusa in tutto il mondo una liberalizzazione della bilancia dei movimenti dei capitali finanziari e internazionali, con una riduzione e una rimozione delle barriere agli investimenti all'interno e all'esterno dei singoli paesi. Lo stesso vale per le crisi bancarie.<sup>3</sup> Dopo un lungo intervallo, negli anni settanta la quota di paesi che registravano difficoltà nel settore bancario ha cominciato nuovamente a espandersi. Lo smantellamento del sistema di Bretton Woods basato sui tassi di cambio fissi e la netta impennata dei prezzi del petrolio hanno portato a una recessione globale prolungata che ha creato difficoltà nei settori finanziari di svariate economie avanzate. All'inizio degli anni ottanta il crollo dei prezzi delle merci, accompagnato dalla crescita e dalla natura incostante dei tassi d'interesse negli Stati Uniti, ha contribuito a generare nelle economie emergenti, in particolare in America latina e poi in Africa, un'ondata di crisi bancarie e del debito sovrano. Gli alti tassi d'interesse hanno avuto come conseguenza un aumento del costo del servizio dei grandi debiti, che venivano spesso finanziati a tassi d'interesse variabili collegati ai mercati mondiali. Il calo dei prezzi delle merci, la principale voce d'esportazione per la maggior parte dei mercati emergenti, ha contribuito a rendere più difficile il servizio del debito da parte di tali paesi.

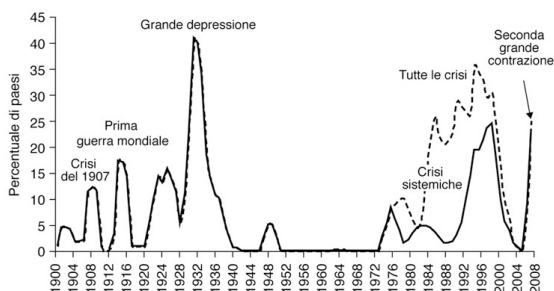


Figura 13.1. Percentuale di paesi con crisi bancarie, 1900-2008, ponderata sulla base della rispettiva quota del reddito mondiale.

Fonti: Kaminsky e Reinhart (1999); Bordo *et al.* (2001); Maddison (2004); Caprio *et al.* (2005), Jácome (2008).

Note: Il campione include tutti i sessantasei paesi elencati nella tabella 1.1 che nell'anno in questione erano indipendenti. La ponderazione del Pil utilizza tre insiemi di pesi per altrettanti sottoperiodi: al 1913 per il periodo 1800-1913; al 1990 per il periodo 1914-90; infine, al 2003 per il periodo 1991-2008. La linea tratteggiata

indica tutte le crisi, la linea continuativa quelle sistemiche (per esempio, per gli anni ottanta e novanta, le crisi dei paesi nordici, poi quella del Giappone e successivamente quelle del resto dell'Asia). I dati relativi al 2007-08 indicano crisi in Austria, Belgio, Germania, Ungheria, Giappone, Olanda, Spagna, Regno Unito e Stati Uniti. La figura mostra la media mobile su tre anni.

Anche gli Stati Uniti hanno avuto una loro crisi bancaria, le cui radici affondavano nel settore delle *savings and loan*, cioè le cooperative di credito edilizio, e che è iniziata nel 1984 (si è trattato tuttavia di una crisi relativamente blanda rispetto a quella degli anni trenta e a quella degli anni Duemila). Durante l'ultima parte degli anni ottanta e l'inizio degli anni novanta paesi nordici, in seguito a un'impennata degli afflussi di capitale (prestati dall'estero) e al vertiginoso aumento dei prezzi degli immobili, hanno vissuto una delle peggiori crisi bancarie che le economie ricche abbiano conosciuto dopo la Seconda guerra mondiale. Nel 1992 è scoppiata in Giappone una bolla dei prezzi degli *assets* che ha dato luogo a una crisi bancaria durata un decennio. All'incirca negli stessi anni, con il crollo del blocco sovietico, molti paesi ex comunisti dell'Europa orientale sono entrati a fare parte della schiera di stati che si trovava ad affrontare problemi nel settore bancario. Con l'avvicinarsi della seconda metà degli anni novanta i mercati emergenti si sono trovati ad affrontare una nuova serie di crisi bancarie. I problemi emersi in Messico e in Argentina (nel 1994-95) sono stati seguiti dalla ben nota crisi asiatica del 1997-98 e successivamente dai tracolli di Russia e Colombia, tra gli altri.<sup>4</sup> Questa impennata del ciclo delle crisi è stata chiusa da quella crisi argentina del 2001 e da quella uruguayana del 2002. Il breve periodo di tranquillità che è seguito è stato bruscamente interrotto nel 2007, quando negli Stati Uniti la crisi dei *subprime* ha cominciato a farsi seria, trasformandosi in breve tempo in una crisi finanziaria globale.<sup>5</sup>

Come è ampiamente noto, la crisi finanziaria scoppiata negli Stati Uniti verso la fine degli anni duemila affondava le sue radici nella bolla del mercato immobiliare, alimentata da enormi e prolungati aumenti dei prezzi delle case, da un afflusso estremamente intenso di capitali esteri a basso costo dovuto ai livelli senza precedenti della bilancia commerciale e del deficit delle partite correnti, nonché da una politica di regolamentazione di carattere permissivo che aveva dato ulteriore spinta alla dinamica dell'interazione tra questi fattori (un modello che quantificheremo maggiormente nei dettagli). Al fine di collocare la bolla immobiliare in una prospettiva storica, abbiamo tracciato nella figura 13.2 l'andamento dell'ormai noto indice Case-Shiller dei prezzi delle case, deflazionato con il deflatore del Pil (l'immagine rimane nella sua essenza immutata se viene applicato l'indice dei prezzi al consumo).<sup>6</sup> Dal 1891, anno in cui la serie dei prezzi comincia, nessun boom dei prezzi delle case è stato comparabile in termini di intensità e

durata a quello registrato negli anni culminati nel tracollo dei mutui *subprime* del 2007. Tra il 1996 e il 2006 (anno in cui i prezzi hanno raggiunto il loro picco), l'aumento cumulativo dei prezzi reali è stato di circa il 92 per cento – oltre tre volte l'aumento cumulativo del 27 per cento dal 1890 al 1996! Nel 2005, il punto più alto della bolla, i prezzi reali delle case sono lievitati di oltre il 12 per cento (cioè circa sei volte il tasso di incremento del Pil pro capite reale per tale anno). Perfino i prosperi decenni successivi alla Seconda guerra mondiale, quando i trend demografici e dei redditi hanno spinto verso l'alto i prezzi delle case, impallidiscono in confronto all'impennata dei prezzi che ha preceduto il 2007.<sup>7</sup> Verso la metà del 2007 il netto aumento delle percentuali di default sui mutui per la casa contratti negli Stati Uniti da persone a basso reddito ha infine acceso la miccia di un panico finanziario globale su piena scala.

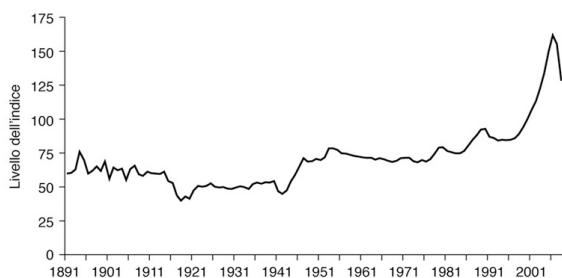


Figura 13.2. Prezzi reali delle case: Stati Uniti, 1891-2008.

Fonti: Shiller (2005); Standard and Poor's e Dipartimento del Commercio degli Stati Uniti.

Note: I prezzi delle case sono deflazionati con il deflatore del Pil. I prezzi reali delle case sono indicizzati in modo tale da risultare pari a 100 nel 2000.

## La sindrome del «questa volta è diverso» e il periodo che ha preceduto la crisi dei *subprime*

La crisi finanziaria globale della fine degli anni Duemila, indipendentemente dal fatto che venga misurata in base alla profondità, all'ampiezza e alla (potenziale) durata della recessione che l'ha accompagnata, oppure in base agli intensi effetti che ha avuto sui mercati degli *assets*, è la più grave crisi finanziaria globale dopo la Grande depressione. Questa crisi rappresenta un momento di profonda trasformazione della storia economica globale, una trasformazione i cui esiti finali con ogni probabilità rivoluzioneranno la politica e l'economia per almeno una generazione.

Si pone tuttavia la domanda se la crisi, e in particolare il profondo impatto che ha avuto sugli Stati Uniti, vada considerata o meno un

evento che ha colto di sorpresa. Se si ascolta quanto è stato affermato da un lungo elenco di studiosi, investitori e responsabili della politica economica americani di primo piano, si potrebbe pensare che il crollo finanziario della fine degli anni Duemila sia stato un fulmine a ciel sereno, un vero e proprio sisma. Il presidente della Federal Reserve degli Stati Uniti, Alan Greenspan, ha sostenuto a più riprese che le innovazioni finanziarie come le cartolarizzazioni e l'*option pricing* costituivano strumenti nuovi e migliori di diffusione del rischio e aumentavano allo stesso tempo la liquidità di *assets* tradizionalmente illiquidi, come le case. Di conseguenza il continuo aumento dei prezzi degli *assets* rischiosi era giustificato.

Potremmo fermarci qui e dire che molte persone erano convinte che «questa volta è diverso» perché gli Stati Uniti erano «speciali». Tuttavia, data la natura storica del crollo finanziario verificatosi di recente negli Stati Uniti e a livello globale, un background leggermente più ampio ci aiuterà a comprendere perché così tante persone si sono lasciate ingannare.

## I rischi creati dal forte indebitamento estero degli Stati Uniti: il dibattito prima della crisi

Il presidente Greenspan è stato solo uno tra i moltissimi che hanno bollato come allarmisti coloro che esprimevano una forte preoccupazione per la rapida crescita del deficit delle partite correnti degli Stati Uniti.<sup>8</sup> Greenspan ha affermato che questo enorme deficit, giunto a più del 6,5 per cento del Pil nel 2006 (oltre 800 miliardi di dollari) era in larga parte solo il riflesso di un trend più ampio verso un *financial deepening* globale che consentiva ai diversi paesi di sostenere deficit e surplus delle partite correnti molto più ampi che in passato. Nel suo libro del 2007 Greenspan ha definito il forte e prolungato deficit delle partite correnti degli Stati Uniti un aspetto secondario, e non un fattore di rischio primario, uno sviluppo che (insieme ad altri, come l'aumento vertiginoso dei prezzi delle case e il considerevole accumularsi del debito delle famiglie) non aveva una consistenza sufficiente per causare un forte allarme tra i governanti Usa durante il periodo che ha preceduto l'inizio della crisi nel 2007.<sup>9</sup>

Il presidente della Federal Reserve non è certo stato l'unico ad avere un atteggiamento relativamente fiducioso nei confronti dell'indebitamento americano. Come è noto, il segretario del Tesoro degli Stati Uniti, Paul O'Neill, riteneva naturale che gli altri paesi prestassero denaro agli Stati Uniti, dato l'alto tasso di crescita della produttività nel paese e tenuto presente che le partite correnti erano



un «concetto privo di senso».<sup>10</sup>

In un discorso fatto nel 2005 il successore di Greenspan, Ben Bernanke, ha formulato la famosa descrizione del frenetico indebitamento degli Usa come il prodotto di un'«eccedenza di risparmi a livello globale» causata dalla convergenza di vari fattori, molti dei quali erano al di fuori del controllo dei responsabili delle politiche degli Stati Uniti.<sup>11</sup> Tra tali fattori vi era il forte desiderio da parte di molti mercati emergenti di assicurarsi contro future crisi economiche, dopo l'ondata che aveva colpito l'America latina e l'Asia durante gli anni novanta e l'inizio degli anni Duemila. Allo stesso tempo i paesi del Medio Oriente andavano alla ricerca di soluzioni per utilizzare i profitti generati dal petrolio, mentre i paesi con sistemi finanziari sottosviluppati, come la Cina, puntavano a una diversificazione in *assets* più sicuri. Secondo Bernanke inoltre era naturale che, dato il rapido invecchiamento delle rispettive popolazioni, alcune economie sviluppate, come il Giappone e la Germania, avessero alti tassi di risparmio. Tutti questi fattori concorrevano nel loro insieme a creare un enorme potenziale di risparmi netti alla ricerca di un porto sicuro e dinamico, vale a dire gli Stati Uniti. Naturalmente questa fonte di finanziamento a basso costo rappresentava un'opportunità per gli Stati Uniti. La domanda che però forse le autorità avrebbero potuto porsi con maggiore convinzione era «il troppo non stroppia?». La tesi del «questa volta è diverso» fa capolino troppo spesso anche nei discorsi dei responsabili della politica economica dei mercati emergenti quando i rispettivi paesi si trovano a essere oggetto di enormi afflussi di capitali: «Tutto è dovuto al fatto che i bassi tassi di rendimento offerti nel resto del mondo rendono gli investimenti nel nostro paese particolarmente appetibili».

Mentre fiumi di denaro si riversavano sugli Stati Uniti, le società finanziarie Usa, tra le quali potenti banche d'investimento come Goldman Sachs, Merrill Lynch (che è stata acquisita da Bank of America nel 2008 con un «matrimonio riparatore») e l'ormai defunta Lehman Brothers, nonché le grandi banche universali (con basi *retail*) come Citibank, hanno tutte visto aumentare enormemente i propri profitti. Le dimensioni del settore finanziario Usa (che include banche e assicurazioni) sono più che raddoppiate, passando da una media di circa il 4 per cento del Pil a metà degli anni settanta fino a quasi l'8 per cento del Pil nel 2007.<sup>12</sup> In quell'anno i top manager delle cinque maggiori banche d'investimento si sono spartiti un bonus complessivo di oltre 36 miliardi di dollari. Secondo i leader del settore finanziario in realtà gli alti rendimenti ottenuti erano frutto dell'innovazione e di prodotti che generavano un vero valore aggiunto, una posizione che tendeva a sottostimare in maniera grossolana i potenziali rischi che le

loro società si assumevano. (Ricordiamo che una parte integrale della nostra definizione operativa della sindrome del «questa volta è diverso» è che «le vecchie regole di valutazione non valgono più».) Ai loro occhi l'innovazione finanziaria era una piattaforma fondamentale che consentiva agli Stati Uniti di prendere efficacemente in prestito dall'estero quantità di denaro molto più grandi di quanto non sarebbe stato altrimenti possibile. Per esempio, innovazioni come la cartolarizzazione consentivano ai consumatori degli Stati Uniti di trasformare i propri *assets* precedentemente illiquidi, come la casa, in veri e propri bancomat, con una conseguente riduzione dei risparmi precauzionali.<sup>13</sup>

Quali posizioni hanno assunto gli studiosi e gli economisti rispetto ai pericoli creati dal deficit delle partite correnti Usa? Lo spettro delle loro opinioni è stato particolarmente ampio. Da una parte, Obstfeld e Rogoff hanno affermato in svariati contributi che il sovradimensionamento delle partite correnti Usa era con ogni probabilità insostenibile.<sup>14</sup> Secondo i due studiosi, sommando tutti i surplus dei paesi del mondo che erano risparmiatori netti (paesi nei quali a livello nazionale i risparmi superavano gli investimenti, come per esempio la Cina, il Giappone, la Germania, l'Arabia Saudita e la Russia), risultava che nel 2004-06 oltre due dei tre dollari risparmiati erano stati assorbiti dagli Stati Uniti. L'abbuffata di prestiti da parte degli Stati Uniti si sarebbe quindi infine dovuta arrestare, probabilmente in modo molto precipitoso e con bruschi movimenti dei prezzi degli *assets*, mettendo così a dura prova il complesso sistema globale dei derivati.<sup>15</sup>

Molti altri hanno espresso pareri similmente preoccupati. Per esempio, secondo le proiezioni pubblicate nel 2004 da Nouriel Roubini e Brad Setser il problema dell'indebitamento degli Stati Uniti sarebbe drasticamente peggiorato e il debito Usa avrebbe raggiunto il 10 per cento del Pil prima di un drammatico crollo.<sup>16</sup> Paul Krugman (vincitore del Premio Nobel nel 2008) ha sostenuto che ci sarebbe stato inevitabilmente un «movimento alla Willy Coyote» che avrebbe reso evidente a tutti l'insostenibilità delle partite correnti degli Stati Uniti, facendo improvvisamente crollare il dollaro.<sup>17</sup> Vi sono numerosi altri esempi di testi accademici che hanno descritto tali rischi.<sup>18</sup>

Tuttavia molti studiosi, responsabili della politica economica e ricercatori finanziari di tutto rispetto hanno assunto una posizione di gran lunga più ottimistica. In una serie di testi autorevoli Michael Dooley, David Folkerts-Landau e Peter Garber – il «trio della Deutschebank» – hanno sostenuto che la voragine del deficit delle partite correnti Usa era solo una conseguenza naturale del fatto che i mercati emergenti puntavano a una crescita trainata dalle esportazioni

e dovevano trovare una diversificazione investendo in *assets* sicuri.<sup>19</sup> I due studiosi hanno definito con perspicacia il sistema che diffondeva il deficit degli Stati Uniti come una «Bretton Woods II», perché i paesi asiatici stavano nei fatti fissando una parità tra le loro valute e il dollaro Usa, proprio come i paesi europei avevano fatto quarant'anni prima.

Richard Cooper, economista di Harvard, ha da parte sua sostenuto con eloquenza che il deficit delle partite correnti degli Stati Uniti aveva fondamenta logiche che non implicavano necessariamente pericoli chiari e immediati.<sup>20</sup> L'economista in particolare ha sottolineato, a sostegno della propria tesi, la posizione che gli Stati Uniti occupano nell'ambito del sistema finanziario e di sicurezza globale nonché la straordinaria liquidità dei mercati finanziari degli Stati Uniti e del loro mercato immobiliare. Il discorso di Bernanke sulla saturazione dei risparmi globali era invece sotto molti aspetti una sintesi delle idee interessanti che già circolavano nella letteratura accademica e di ricerca politica.

Va notato che altri, come per esempio Ricardo Hausmann e Federico Sturzenegger della Kennedy School of Government presso l'Università di Harvard, hanno formulato tesi più esotiche, sostenendo che gli *assets* esteri degli Stati Uniti venivano misurati in maniera errata ed erano in realtà di gran lunga più ingenti di quanto ufficialmente stimato<sup>21</sup>. L'esistenza di questa «materia oscura» aiutava a spiegare come gli Stati Uniti avrebbero potuto finanziare una serie apparentemente infinita di deficit delle partite correnti e della bilancia commerciale. Ellen McGrattan, del Minnesota, e Edward Prescott, dell'Arizona (un altro vincitore del Premio Nobel), hanno messo a punto un modello per misurare con efficacia la materia oscura e sono giunti alla conclusione che tale fattore era plausibilmente in grado di coprire metà del deficit delle partite correnti degli Stati Uniti.<sup>22</sup>

Oltre a discutere dell'indebitamento estero degli Stati Uniti, gli economisti, affrontando una questione correlata, si sono anche domandati se i responsabili della politica economica avrebbero dovuto preoccuparsi o meno dell'esplosione dei prezzi delle case che si stava verificando a livello nazionale negli Stati Uniti (come mostrato nella precedente sezione). Ma anche in questo caso i vertici responsabili della politica economica hanno sostenuto che gli alti prezzi delle case potevano essere giustificati con il fatto che i nuovi mercati finanziari rendevano più facile ottenere mutui sulla base delle stesse e con la riduzione del rischio macroeconomico la cui conseguenza era un aumento del valore degli *assets* rischiosi. Sia Greenspan sia Bernanke hanno sostenuto con convinzione che la Federal Reserve non doveva preoccuparsi eccessivamente dei prezzi delle case, se non nella misura

in cui essi potevano incidere sugli obiettivi primari della banca centrale, vale a dire la crescita e la stabilità dei prezzi. Prima di entrare a fare parte della Fed, Bernanke aveva formalmente e vigorosamente avanzato tale tesi in un articolo scritto nel 2001 insieme al professor Mark Gertler, dell'Università di New York.<sup>23</sup>

Da una parte, la logica alla base della decisione della Federal Reserve di ignorare i prezzi delle case si basava sull'asserzione del tutto assennata che il settore privato era in grado di giungere a fissare prezzi delle case (o delle azioni) equilibrati perlomeno nella stessa misura in cui lo poteva fare un burocrate di governo. Dall'altra, la Fed avrebbe potuto prestare maggiore attenzione al fatto che l'incremento dei prezzi degli *assets* era alimentato da una crescita costante dell'indice del debito delle famiglie rispetto al Pil, in un contesto in cui il tasso di risparmio personale era a livelli bassi senza precedenti. Tale indice, che è rimasto più o meno stabile intorno all'80 per cento del reddito personale fino al 1993, è salito al 120 per cento nel 2003, fino a toccare quasi il 130 per cento a metà 2006. Gli studi empirici condotti da Bordo e Jeanne, così come quelli della Banca dei regolamenti internazionali, suggeriscono che quando il boom del mercato immobiliare è accompagnato da un netto aumento dell'indebitamento, il rischio di una crisi si fa notevolmente elevato.<sup>24</sup> Tali studi, pur non essendo necessariamente definitivi, hanno sicuramente sollevato dubbi riguardo alla politica di benevola disattenzione adottata dalla Federal Reserve. D'altro canto, il fatto che il boom del mercato immobiliare si stesse verificando anche in molti altri paesi del mondo (sebbene in misura di gran lunga minore, o addirittura nulla, nei principali paesi con un surplus, come la Germania e il Giappone) sollevava questioni sulla genesi del problema e sull'ipotesi che le sole politiche monetarie o di regolamentazione nazionali avrebbero costituito un rimedio effettivo.

Bernanke ha sostenuto ragionevolmente nel 2004, quando ancora era membro del Board of Governors, che è compito della politica di regolamentazione, e non della politica monetaria, affrontare le bolle dei prezzi delle case alimentate da un'inopportuna debolezza delle norme sui mutui.<sup>25</sup> Tale argomento tuttavia solleva la questione di che cosa vada fatto quando, per motivi responsabili della politica economica o di altra natura, la politica di regolamentazione non reagisce in maniera adeguata a una bolla dei prezzi degli *assets*. Si potrebbe affermare che è stato proprio l'enorme afflusso di capitali dall'estero ad alimentare l'inflazione dei prezzi degli *assets* e a generare basse oscillazioni dei tassi d'interesse, che in ultimo hanno occultato i rischi agli occhi sia dei regolatori sia delle agenzie di rating.

In ogni caso, i problemi di maggiore portata e più immediati sono

stati causati dal mercato dei crediti ipotecari effettuati a mutuatari di bassa qualità o a basso reddito. I «progressi» compiuti nel campo della cartolarizzazione, così come l'apparentemente infinita crescita dei prezzi delle case, hanno consentito l'acquisto di una casa a persone che in precedenza non avrebbero mai pensato di poterlo fare. Sfortunatamente molti di questi mutuatari dipendevano da crediti a tassi d'interesse variabili e con bassi tassi iniziali di natura promozionale. Quando è giunto il momento di riadeguare le condizioni di credito, l'aumento dei tassi d'interesse e il deterioramento dell'economia hanno fatto sì che molte persone si trovasse in difficoltà nell'adempiere i propri obblighi ipotecari. E così è cominciato il crollo dei *subprime*.

La presunzione, diffusa negli Stati Uniti, che il sistema finanziario e normativo nazionale avrebbe potuto sopportare afflussi di capitale massicci e ininterrotti senza alcun problema ha con ogni probabilità creato le basi per la crisi finanziaria globale della fine degli anni Duemila. L'idea che «questa volta è diverso» – perché questa volta gli Stati Uniti disponevano di un sistema di qualità superiore – si è dimostrata ancora una volta falsa. Gli sproporzionati rendimenti offerti dai mercati finanziari erano in realtà frutto di un'amplificazione causata dagli afflussi di capitale, proprio come avveniva nei mercati emergenti. Quello che in retrospettiva potrebbe essere considerato un enorme errore di regolamentazione, e che tra le altre cose ha incluso la deregolamentazione del mercato dei mutui *subprime* nonché la decisione adottata nel 2004 dalla Securities and Exchange Commission di permettere alle banche d'investimento di triplicare i loro indici di *leverage* (vale a dire l'indice che misura la quantità di rischio rispetto al capitale), all'epoca era sembrato opportuno. Gli afflussi di capitale avevano spinto verso l'alto l'indebitamento e i prezzi degli *assets*, riducendo allo stesso tempo le oscillazioni su ogni genere di *assets* rischiosi, tanto che nell'aprile del 2007 il Fondo monetario internazionale, nel suo *World Economic Outlook* biennale, giungeva alla conclusione che per l'economia globale i rischi si erano fatti estremamente bassi e che, per il momento, non vi erano grandi preoccupazioni. Quando l'organismo internazionale incaricato di fare da «cane da guardia» dichiarò che non vi sono rischi, non vi è segno più sicuro del fatto che «questa volta è diverso».

Anche sotto questo aspetto la crisi iniziata nel 2007 ha molti paralleli con i periodi di boom che precedono le crisi nei mercati emergenti, quando i governi spesso mancano di adottare misure cautelative per ridurre la pressione all'interno del sistema poiché si attendono che la gallina d'oro dell'afflusso di capitale duri all'infinito. Spesso i governi giungono addirittura ad adottare misure che spingono

le rispettive economie verso un maggiore rischio nel tentativo di fare in modo che il boom prosegua almeno per un altro po'.

Questo in sintesi è stato il dibattito ispirato dalla mentalità del «questa volta è diverso» che ha aperto la strada alla crisi finanziaria dei *subprime* negli Stati Uniti. Riassumendo, molti sono stati portati a pensare che «questa volta è diverso» per i seguenti motivi:

- Gli Stati Uniti, che hanno il sistema di regolamentazione finanziaria più affidabile del mondo, il sistema finanziario più innovativo a livello globale, un solido sistema politico e i mercati dei capitali più grandi e più liquidi del mondo, sono un caso particolare. Possono sopportare enormi afflussi di capitali senza doversi preoccupare.
- Le economie in via di sviluppo e rapidamente emergenti hanno bisogno di diversificare i loro investimenti individuando un porto sicuro per i loro fondi.
- La maggiore integrazione finanziaria globale rende più profondi i mercati globali dei capitali e consente ai singoli paesi di aumentare il proprio indebitamento.
- Oltre ai loro altri punti forti, gli Stati Uniti dispongono di istituzioni di politica monetaria che, così come i loro responsabili, sono di classe superiore.
- I nuovi strumenti finanziari rendono i mercati ipotecari accessibili a un numero sempre maggiore di nuovi mutuatari.
- Tutto quello che sta accadendo è solo un'ulteriore intensificazione della globalizzazione finanziaria resa possibile dall'innovazione, non vi è pertanto motivo di essere seriamente preoccupati.

## Le crisi finanziarie del dopoguerra che hanno avuto le banche al loro centro

Con il progressivo ampliarsi dell'elenco delle motivazioni per cui «questa volta è diverso» (avanzate da accademici, uomini d'affari e responsabili della politica economica) sono cresciute anche le analogie tra gli sviluppi economici negli Stati Uniti e quelli che hanno caratterizzato altri episodi precisi.

Al fine di esaminare gli antecedenti della crisi dei *subprime* verificatasi nel 2007 negli Stati Uniti (che successivamente è cresciuta fino a diventare la «Seconda grande contrazione») abbiamo innanzitutto preso in considerazione i dati relativi a otto crisi finanziarie che hanno avuto le banche al loro centro e si sono verificate nel periodo successivo alla Seconda guerra mondiale.<sup>26</sup> Per il momento limiteremo la nostra attenzione alle crisi che hanno colpito i paesi

industrializzati, poiché vogliamo evitare di dare l'impressione di volere fare un accostamento iperbolico tra gli Stati Uniti e i mercati emergenti. Va tuttavia ricordato che, come abbiamo già visto nel capitolo 10, le crisi finanziarie dei mercati emergenti e quelle delle economie avanzate non sono poi così differenti. Più avanti, nel capitolo 14, amplieremo l'insieme di raffronto.

Gli episodi di crisi da noi utilizzati vengono elencati nella tabella 13.1.

Tra le diciotto crisi finanziarie incentrate sulle banche e successive alla Seconda guerra mondiale, le «Big Five» hanno tutte implicato notevoli cali della produzione lungo un periodo protratto, spesso pari a due anni o più. La peggiore crisi del dopoguerra precedente al 2007 è stata, naturalmente, quella del Giappone nel 1992, che ha fatto precipitare il paese nel «decennio perduto». Tuttavia anche le precedenti crisi che fanno parte del gruppo delle «Big Five» sono stati eventi traumatici.

Le rimanenti tredici crisi verificatesi nei paesi ricchi sono eventi di entità minore associati a una performance economica significativamente peggiore di quella normale, ma non sono state di carattere catastrofico. È il caso, per esempio, della crisi cominciata negli Stati Uniti nel 1984, la cosiddetta crisi delle *savings and loan*, cioè le cooperative di credito edilizio.<sup>27</sup> Alcune delle altre tredici crisi hanno avuto un impatto relativamente contenuto, ma per ora continuiamo a prenderle in considerazione ai fini di un raffronto. Sarà presto chiaro che il periodo precedente la crisi finanziaria negli Stati Uniti della fine degli anni Duemila non è stato simile alle crisi di entità più lieve, anche se sembra che all'epoca molti responsabili della politica economica e giornalisti non se ne siano accorti.

TABELLA 13.1

Crisi finanziarie incentrate sulle banche e successive alla Seconda guerra mondiale che hanno colpito le economie avanzate

| Paese                                   | Anno di inizio della crisi |
|-----------------------------------------|----------------------------|
| Crisi gravi (sistemiche): le «Big Five» |                            |
| Spagna                                  | 1977                       |
| Norvegia                                | 1987                       |
| Finlandia                               | 1991                       |
| Svezia                                  | 1991                       |
| Giappone                                | 1992                       |
| Crisi di entità più lieve               |                            |
| Regno Unito                             | 1974                       |
| Germania                                | 1977                       |
| Canada                                  | 1983                       |
| Stati Uniti (risparmi e mutui)          | 1984                       |
|                                         | 1985                       |

|               |      |
|---------------|------|
| Islanda       | 1987 |
| Danimarca     | 1987 |
| Nuova Zelanda | 1989 |
| Australia     | 1990 |
| Italia        | 1991 |
| Grecia        | 1991 |
| Regno Unito   | 1994 |
| Francia       | 1995 |
| Regno Unito   |      |

---

Fonti: Caprio e Klingebiel (1996, 2003); Kaminsky e Reinhart (1999) e Caprio *et al.* (2005)

## Un raffronto tra la crisi dei *subprime* e altre crisi verificatesi in passato nelle economie avanzate

Dovendo scegliere le variabili utilizzate per misurare il rischio del verificarsi di una crisi finanziaria negli Stati Uniti ci siamo ispirati alla letteratura sulla previsione delle crisi finanziarie relativa sia ai paesi sviluppati sia ai mercati emergenti.<sup>28</sup> Tale letteratura sulle crisi finanziarie suggerisce che gli aumenti marcati dei prezzi degli *assets*, il rallentamento dell'attività economica, gli ampi deficit delle partite correnti e l'espansione sostenuta del debito (pubblico, privato o entrambi) sono importanti segnali premonitori di una crisi finanziaria. Vanno ricordati anche i dati sui boom degli afflussi di capitale discussi nel capitolo 10, che hanno dimostrato come gli afflussi sostenuti di capitale siano stati marcatori particolarmente forti delle crisi finanziarie, almeno nel periodo di maggiore liberalizzazione finanziaria successivo al 1970. Storicamente, la liberalizzazione o l'innovazione in campo finanziario sono state un segno premonitore ricorrente delle crisi finanziarie, come abbiamo visto nel capitolo 10.

Cominciamo effettuando un raffronto, nella figura 13.3, tra le impennate dei prezzi delle case. Il periodo *t* rappresenta l'anno di avvio della crisi finanziaria.



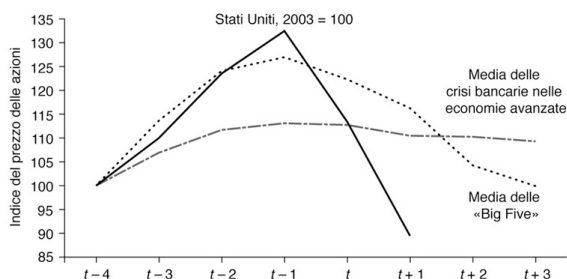


Figura 13.3. Prezzi reali delle case e crisi bancarie del dopoguerra: economie avanzate.

Fonti: Banca dei regolamenti internazionali (2005); Shiller (2005); Standard and Poor's; Fondo monetario internazionale (anni vari), *International Financial Statistics* e calcoli degli autori.

Note: Per deflazionare gli indici dei prezzi nominali delle case sono stati utilizzati i prezzi al consumo. L'anno della crisi è indicato da  $t$ ;  $t - 4 = 100$ .

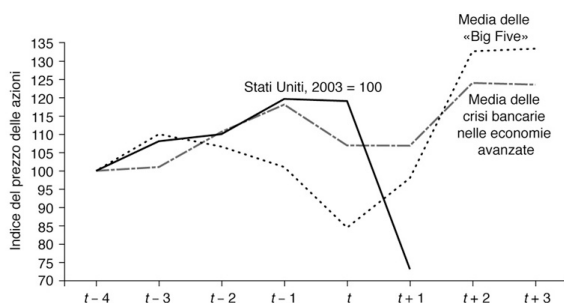


Figura 13.4. Prezzi reali delle azioni e crisi bancarie del dopoguerra: economie avanzate.

Fonti: Global Financial Data (n.d.); Shiller (2005); Fondo monetario internazionale (anni vari), *International Financial Statistics*; e calcoli degli autori.

Note: Per deflazionare gli indici dei prezzi nominali delle case sono stati utilizzati i prezzi al consumo. L'anno della crisi è indicato da  $t$ ;  $t - 4 = 100$ .

In base a tale convenzione  $t - 4$  corrisponde a quattro anni prima della crisi e il grafico continua in ciascun caso fino a  $t + 3$ , fatta eccezione naturalmente per il caso della recente crisi negli Stati Uniti che, nel momento in cui scriviamo e probabilmente per un certo periodo ancora, rimarrà nelle mani del fato.<sup>29</sup> La figura conferma ciò che hanno dimostrato le ricerche, e cioè che una massiccia impennata dei prezzi delle case di norma precede una crisi finanziaria. È in un certa misura sconcertante osservare che, secondo questa figura, l'impennata dei prezzi delle case ha superato negli Stati Uniti la media delle «Big Five» finanziarie e che la contrazione appare ancora più netta (l'anno  $t + 1$  è il

2008).

La figura 13.4 riporta i tassi di crescita reali degli indici dei prezzi sui mercati azionari.<sup>30</sup> Si può osservare che, con il procedere della crisi, i prezzi delle azioni Usa hanno resistito meglio di quelli di ciascun gruppo di raffronto. Forse ciò è dovuto in parte all'aggressiva risposta controciclica della Federal Reserve alla recessione del 2001 e in parte al notevole «elemento sorpresa» della gravità della crisi negli Stati Uniti. Ma un anno dopo l'avvio della crisi ( $t + 1$ ) i prezzi delle azioni erano precipitati, in linea con quanto è avvenuto nelle «Big Five» finanziarie.

Nella figura 13.5 possiamo vedere la traiettoria del deficit delle partite correnti degli Stati Uniti, che è stato di gran lunga più ampio e persistente di quanto risulta tipico per le altre crisi.<sup>31</sup> Nella figura le barre indicano la traiettoria delle partite correnti degli Stati Uniti dal 2003 al 2007, espressa in percentuale del Pil, mentre la linea tratteggiata indica la media delle diciotto crisi precedenti.

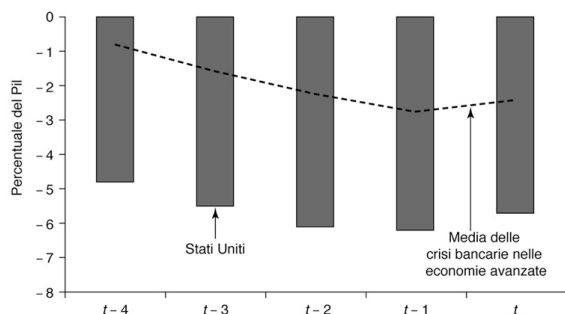


Figura 13.5. Rapporto tra il saldo delle partite correnti e il Pil nei periodi immediatamente precedenti le crisi bancarie del dopoguerra: economie avanzate.

Fonti: Fondo monetario internazionale (anni vari), *World Economic Outlook* e calcoli degli autori.

Il fatto che il dollaro Usa sia rimasto la valuta mondiale di riserva durante un periodo in cui molte banche centrali (soprattutto in Asia) stavano ammassando quantità record di riserve di valuta estera ha sicuramente aumentato il capitale estero disponibile per finanziare i deficit da record delle partite correnti degli Stati Uniti.

Le crisi finanziarie raramente si verificano in un vuoto. Una crisi finanziaria inizia nella maggior parte dei casi solo dopo che uno shock reale rallenta il ritmo dell'economia e pertanto svolge il ruolo di fattore amplificante piuttosto che quello di fattore scatenante. La figura 14.6 traccia la crescita del Pil reale pro capite nei periodi immediatamente precedenti le crisi bancarie. La crisi Usa iniziata nel 2007 segue la stessa forma a V capovolta che ha caratterizzato i precedenti episodi di crisi. Come è avvenuto con i prezzi delle azioni, la reazione del Pil è stata in una certa misura differita. Nel 2007 la crescita

degli Stati Uniti, pur avendo subito un rallentamento, ricalcava ancora strettamente il modello di recessione più lieve della media di tutte le crisi.

Nel 2008 gli sviluppi hanno virato verso il peggio e il rallentamento della crescita si è fatto più acuto. All'inizio del 2009 il consenso – basato su proiezioni pubblicate dal *Wall Street Journal* – era che la recessione sarebbe stata più profonda rispetto alla media delle «Big Five». Va notato che durante le «Big Five» il tasso di crescita è calato di oltre il 5 per cento dal picco al punto di minimo ed è rimasto basso per circa tre anni.

L'ultima figura di questo capitolo, la 13.7, illustra l'andamento del debito pubblico reale (deflazionato con i prezzi al consumo).<sup>32</sup> L'aumento del debito pubblico è stato un precursore pressoché universale delle altre crisi del dopoguerra, sebbene, come vedremo nel capitolo 14, l'accumularsi del debito prima di una crisi è di poco conto rispetto alla sua crescita dopo che la crisi iniziata, poiché la crescita debole comporta una forte riduzione delle entrate fiscali. L'accumulo del debito pubblico degli Stati Uniti precedente la crisi del 2007 è stato inferiore alla media delle «Big Five». Un raffronto tra i rispettivi livelli di debito privato (al quale abbiamo già accennato nel caso degli Stati Uniti) sarebbe anch'esso interessante, ma sfortunatamente non è facile ottenere dati comparabili per la gamma di paesi che prendiamo qui in considerazione. Nel caso degli Stati Uniti il rapporto tra il debito delle famiglie e il reddito di queste ultime è lievitato del 30 per cento in meno di un decennio e ha grandi probabilità di crollare, poiché di norma con il proseguire della recessione i consumatori cercano di assumere una posizione meno rischiosa.

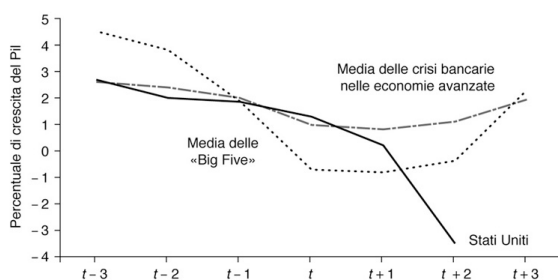


Figura 13.6. Crescita del Pil reale pro capite (base PPP) e crisi bancarie del dopoguerra: economie avanzate.

Fonti: Fondo monetario internazionale (anni vari), *World Economic Outlook* e *Wall Street Journal*.

Note: Per il dato del 2009 relativo agli Stati Uniti abbiamo utilizzato la proiezione prevalente (-3,5 per cento) nel mese di luglio dello stesso anno. L'anno della crisi è indicato da t.

C'è tuttavia un'obiezione che può essere mossa alla nostra affermazione secondo cui nel periodo precedente il 2007 gli indicatori lasciavano intendere che gli Stati Uniti erano esposti a un maggiore rischio di incorrere in una profonda crisi finanziaria: a differenza degli altri paesi che hanno vissuto crisi finanziarie, prima del 2007 gli Stati Uniti hanno registrato un buon rendimento in termini di inflazione. Va comunque ricordato che le precedenti crisi dei paesi sviluppati si sono verificate durante un periodo in cui nei paesi ricchi l'inflazione era in calo.

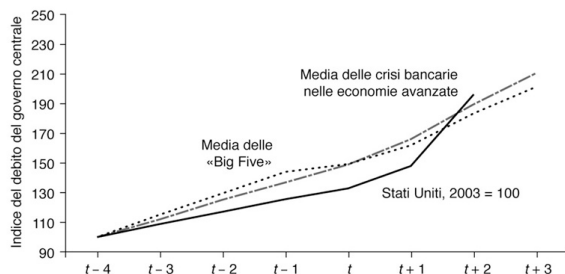


Figura 13.7. Debito reale del governo centrale e crisi bancarie del dopoguerra: economie avanzate.

Fonti: Dipartimento del Tesoro degli Stati Uniti; Fondo monetario internazionale (anni vari), *International Financial Statistics*; appendici A.1 e A.2, nonché fonti citate nelle stesse; calcoli degli autori.

Note: Per deflazionare gli indici del debito nominale sono stati utilizzati i prezzi al consumo. L'anno della crisi è indicato da  $t$ ;  $t - 4 = 100$ .

## Riassunto

Perché così tante persone non sono riuscite ad accorgersi dell'imminenza della crisi del 2007? In termini di indicatori standard delle crisi finanziarie, erano molte le luci rosse di allarme che da lungo tempo lampeggiavano. Non abbiamo la presunzione di sostenere che sarebbe stato facile giocare d'anticipo rispetto alla crisi finanziaria Usa se i *policy maker* (responsabili della politica economica) si fossero accorti prima dei rischi. Ci siamo concentrati sugli aspetti macroeconomici, ma molti problemi sono rimasti nascosti nell'«impianto idraulico» dei mercati finanziari, come è diventato dolorosamente evidente fin dall'inizio della crisi. Alcuni di tali problemi avrebbero potuto richiedere anni per una soluzione. In particolare, l'enorme impennata dei prezzi delle case – oltre il 100 per cento a livello nazionale nel giro di cinque anni – avrebbe dovuto fare suonare un campanello d'allarme, soprattutto perché era alimentata da

un aumento della leva finanziaria. All'inizio del 2008, negli Stati Uniti il valore totale delle ipoteche era pari a circa il 90 per cento del Pil. I *policy maker* avrebbero dovuto decidere svariati anni prima della crisi di adottare misure mirate a fare diminuire la pressione all'interno del sistema. Sfortunatamente gli sforzi per mantenere la crescita e prevenire notevoli e netti cali dei mercati azionari hanno avuto l'effetto di togliere la valvola dalla pentola a pressione. Tuttavia, nonostante le dimensioni epiche di questa crisi finanziaria, alla metà del 2009 gli Stati Uniti non erano in default. Se gli Stati Uniti fossero un mercato emergente, il loro tasso di cambio sarebbe crollato e i loro tassi d'interesse sarebbero aumentati vertiginosamente. L'accesso ai mercati dei capitali si sarebbe interrotto con un classico arresto improvviso del tipo Dornbusch/Calvo. Nel corso del primo anno successivo alla crisi (2007) è successo esattamente l'opposto: il dollaro si è rivalutato e i tassi d'interesse sono scesi poiché gli investitori mondiali consideravano gli altri paesi ancora più rischiosi degli Stati Uniti e acquistavano di conseguenza abbondanti quantità di titoli del Tesoro statunitense.<sup>33</sup> Ma acquirente, stai attento! Con il passare del tempo il tasso di cambio e i tassi d'interesse Usa potrebbero tranquillamente invertire rotta, soprattutto se non verranno adottate politiche mirate a ristabilire una base solida per la sostenibilità fiscale a lungo termine.

## 14. All'indomani delle crisi finanziarie

Nel precedente capitolo abbiamo presentato un'analisi storica nella quale si faceva un raffronto tra il periodo che ha preceduto la crisi finanziaria dei *subprime*, iniziata nel 2007 negli Stati Uniti, e gli antecedenti delle altre crisi bancarie verificatesi nelle economie avanzate dopo la Seconda guerra mondiale. Abbiamo rilevato che, nel caso degli Stati Uniti, indicatori standard come l'inflazione dei prezzi degli *assets*, l'aumento della leva finanziaria, gli ampi e sostenuti deficit delle partite correnti e il rallentamento della crescita economica, mostravano praticamente tutti i segni di un paese sull'orlo di una crisi finanziaria, e di una crisi grave. In questo capitolo procederemo a un'analoga analisi storica di carattere comparativo, concentrandoci sui periodi successivi alle crisi bancarie sistemiche. Naturalmente, con il procedere degli eventi il periodo successivo alla crisi finanziaria degli Stati Uniti potrebbe rivelarsi sia migliore sia peggiore rispetto ai *benchmark* che qui esporremo. L'approccio ha tuttavia un valore intrinseco, perché nell'analizzare shock estremi come quelli che colpiscono l'economia Usa e l'economia mondiale nel momento in cui scriviamo, i modelli economici standard calibrati per periodi di crescita statisticamente «normali» possono rivelarsi di scarsa utilità.

Nel capitolo che precede abbiamo deliberatamente escluso dagli elementi di raffronto i paesi emergenti, per non dare l'impressione di volere fare accostamenti iperbolici. Dopo tutto, gli Stati Uniti sono un centro finanziario globale altamente sofisticato. Che cosa possono avere mai in comune le economie avanzate con i mercati emergenti, quando si parla di crisi bancarie? In realtà, come abbiamo dimostrato nel capitolo 10, gli antecedenti e le conseguenze delle crisi bancarie hanno una quantità sorprendente di elementi in comune, sia nei paesi ricchi sia in quelli emergenti. Hanno modelli largamente simili di prezzi delle case e delle azioni, di disoccupazione, di entrate statali e di debito. Inoltre, in termini storici, non vi sono particolari differenze nella frequenza o nell'incidenza delle crisi, anche quando si limitano i raffronti al periodo successivo alla Seconda guerra mondiale (sempre che venga presa in considerazione la crisi finanziaria globale della fine degli anni Duemila, ancora in corso). Pertanto nel presente capitolo, in cui analizzeremo i periodi successivi alle crisi finanziarie gravi, includeremo una serie di recenti casi riguardanti i mercati emergenti allo scopo di espandere l'insieme di elementi di comparazione.<sup>1</sup>

In linea generale le crisi finanziarie sono avvenimenti di lunga durata. Nella maggior parte dei casi i periodi successivi alle crisi finanziarie grave hanno tre caratteristiche in comune:

- In primo luogo, i crolli dei mercati degli *assets* sono profondi e prolungati. I cali dei prezzi reali delle case sono in media del 35 per cento lungo un periodo di sei anni, mentre i crolli dei prezzi delle azioni sono in media del 56 per cento lungo una contrazione che dura circa tre anni e mezzo.
- In secondo luogo, i periodi successivi alle crisi bancarie sono associati a drastici cali della produzione e dell'occupazione. Il tasso di disoccupazione sale in media di 7 punti percentuali durante la fase di contrazione del ciclo, che dura in media più di quattro anni. La produzione cala (dal picco al punto di minimo) di oltre il 9 per cento in media, anche se la durata della contrazione, che in media è di due anni, è notevolmente più breve di quella dell'aumento della disoccupazione.<sup>2</sup>
- In terzo luogo, come abbiamo osservato in precedenza, il valore del debito pubblico tende a esplodere; nei principali episodi successivi alla Seconda guerra mondiale è aumentato di una media dell'86 per cento (in termini reali e in relazione al debito precrisi). Come abbiamo discusso nel capitolo 10 (e come ripetiamo qui) la causa principale delle esplosioni del debito non è costituita, come si sostiene il più delle volte, dai costi dei salvataggi e dalla ricapitalizzazione del sistema bancario. Va detto che i costi dei salvataggi sono difficili da misurare e le divergenze tra le stime effettuate nei diversi studi sono notevoli. Ma perfino le stime che si attestano ai limiti più alti impallidiscono rispetto agli aumenti del debito pubblico effettivamente misurati. In realtà, il fattore principale degli aumenti del debito è l'inevitabile crollo delle entrate fiscali che i governi si trovano ad affrontare sulla scia di contrazioni profonde e prolungate. Molti paesi risentono anche di un'impennata dell'onere costituito dagli interessi sul debito, dovuta all'aumento dei tassi d'interesse e, in alcuni limitati casi (il più evidente dei quali è stato quello del Giappone negli anni novanta), le misure di politica fiscale anticiclica contribuiscono all'accumulo del debito. (Va osservato che misurare le differenze tra le politiche fiscali anticicliche dei diversi stati può risultare difficile, perché alcuni paesi, come per esempio quelli nordici, hanno meccanismi integrati di stabilizzazione fiscale che consistono in alte aliquote fiscali marginali e generose indennità di disoccupazione, mentre altri paesi, come gli Stati Uniti e il Giappone, dispongono di meccanismi automatici di stabilizzazione

molto meno incisivi.)

Nell'ultima parte del capitolo prenderemo in esame alcuni *benchmark* quantitativi del periodo della Grande depressione, l'ultima profonda crisi finanziaria globale in ordine di tempo prima della crisi più recente. La profondità e la durata del calo dell'attività economica sono state sbalorditive, perfino rispetto ad alcune crisi gravi del dopoguerra. I diversi paesi hanno avuto bisogno in media di dieci anni per raggiungere lo stesso livello di produzione pro capite che avevano nel 1929. Nei quindici principali paesi del nostro insieme di raffronto la disoccupazione è cresciuta in media di 16,9 punti percentuali durante i primi tre anni della Depressione.

## Una rassegna di episodi storici

Il capitolo precedente copriva tutte le principali crisi bancarie verificatesi nel mondo sviluppato durante il dopoguerra (per un totale di diciotto crisi) e metteva in particolare evidenza quelle da noi denominate le «Cinque grandi» (quelle in Spagna nel 1977, in Norvegia nel 1987, in Finlandia nel 1991, in Svezia nel 1991 e in Giappone nel 1992). Da tale capitolo, nonché dalla successiva evoluzione della crisi finanziaria Usa del 2007, risulta del tutto chiaro che la crisi della fine degli anni Duemila deve essere considerata secondo ogni criterio una crisi grave del tipo delle «Big Five». Di conseguenza in questo capitolo ci concentreremo esclusivamente sulle crisi finanziarie gravi di carattere sistemico, cioè sulle Cinque grandi crisi verificatesi nelle economie sviluppate e, in aggiunta, su una serie di episodi noti che hanno colpito le economie di mercato emergenti: le crisi asiatiche del 1997-98 (a Hong Kong, in Indonesia, in Corea, in Malaysia, nelle Filippine e in Thailandia), la crisi colombiana del 1998 e il crollo argentino del 2001. Si tratta di casi riguardo ai quali disponiamo di tutti, o pressoché tutti, i dati necessari per effettuare raffronti quantitativi significativi che coprano le variabili di indicatori fondamentali come i mercati azionari, i mercati immobiliari, la disoccupazione, la crescita e così via. Essenziali per l'analisi sono i dati storici sui prezzi delle case, che possono essere difficili da ottenere e svolgono un ruolo di importanza critica nella valutazione dell'episodio più recente.<sup>3</sup> Includiamo anche due precedenti casi storici per i quali disponiamo di dati sui prezzi delle case: quelli della Norvegia nel 1899 e degli Stati Uniti nel 1929.

La contrazione dopo una crisi: profondità e durata



Nella figura 14.1, che si basa sugli stessi dati della tabella 10.8, esaminiamo nuovamente la fase di bassa congiuntura dei cicli dei prezzi delle case che accompagna le crisi bancarie nell'insieme di dati espanso. Includiamo una serie di paesi che hanno vissuto crisi dal 2007 in avanti. Le crisi più recenti sono rappresentate dalle barre più scure e quelle del passato dalle barre più chiare. Il calo cumulativo dei prezzi reali delle case dal picco fino al punto di minimo è pari in media al 35,5 per cento.<sup>4</sup> I più drastici cali dei prezzi reali delle case sono stati registrati da Finlandia, Colombia, Filippine e Hong Kong. I rispettivi crolli, misurati dal picco fino al punto di minimo, sono compresi tra il 50 e il 60 per cento. Il calo dei prezzi delle case verificatosi negli Stati Uniti durante l'episodio più recente è, nel momento in cui scriviamo (quasi il 28 per cento in termini reali fino agli ultimi mesi del 2008, secondo l'indice Case-Shiller), già più del doppio di quello registrato negli Stati Uniti durante la Grande depressione.

Va sottolineato che la durata dei cali dei prezzi delle case è stata alquanto lunga e ha raggiunto in media un periodo di sei anni. Anche escludendo l'esperienza del tutto eccezionale del Giappone (con i suoi diciassette anni consecutivi di calo dei prezzi reali delle case) la media rimane superiore a cinque anni. Come illustra la figura 14.2, i cali dei prezzi delle azioni che hanno accompagnato le crisi bancarie sono di gran lunga più intensi di quelli dei prezzi delle case, ma hanno una vita più breve. La durata più breve della contrazione rispetto ai prezzi degli immobili non sorprende, perché i prezzi delle azioni sono di gran lunga meno inerziali. Il calo storico medio dei prezzi delle azioni è stato del 55,9 per cento e la fase di contrazione del ciclo ha una durata di 3,4 anni. Alla fine del 2008 anche Islanda e Austria avevano registrato cali dei prezzi delle azioni dal picco al punto di minimo di gran lunga superiori alla media del gruppo di raffronto storico.

Nella figura 14.3 esaminiamo gli aumenti dei tassi di disoccupazione nei diversi paesi del gruppo di raffronto storico. (Poiché il tasso di disoccupazione viene classificato come indicatore ritardato, non includiamo la crisi più recente, osservando tuttavia che negli Usa il tasso di disoccupazione è già aumentato di 5 punti percentuali rispetto al suo valore minimo di circa il 4 per cento.) In media la disoccupazione cresce per circa cinque anni, con un aumento del tasso di disoccupazione di circa 7 punti percentuali. Sebbene nessuno degli episodi del dopoguerra abbia eguagliato l'aumento della disoccupazione di oltre il 20 per cento registrato dagli Stati Uniti durante la Grande depressione, va comunque tenuto presente che le conseguenze delle crisi finanziarie in termini di disoccupazione sono in molti casi straordinariamente vaste. Nel caso dei mercati emergenti le statistiche ufficiali sottostimano con ogni probabilità la disoccupazione

effettiva.

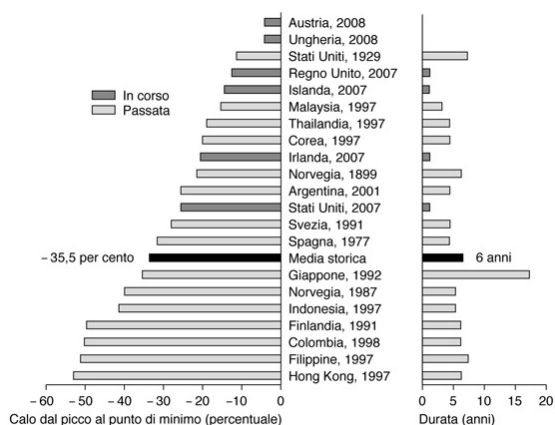


Figura 14.1. Cicli dei prezzi reali delle abitazioni e crisi bancarie passate e in corso.

Fonti: Appendici A.1 e A.2 e fonti in esse citate.

*Note:* Ciascun episodio di crisi bancaria viene identificato per paese e per anno di inizio della crisi. Sono inclusi solo gli episodi di crisi bancaria di maggiore portata (sistemici), fatta salva la disponibilità di dati. La media storica riportata non include gli episodi di crisi in corso. Per gli episodi in corso i calcoli si basano su dati aggiornati fino ai seguenti periodi: ottobre 2008, dati mensili, per Islanda e Irlanda; 2007, dato annuale, per l'Ungheria; terzo trimestre 2008, dato trimestrale, per tutti gli altri. Per deflazionare i prezzi nominali delle abitazioni sono stati utilizzati gli indici dei prezzi al consumo.

È interessante notare come la figura 14.3 riveli che quando si tratta di crisi bancarie, i mercati emergenti, e in particolare quelli asiatici, sembrano avere un rendimento migliore di quello delle economie avanzate in termini di disoccupazione. (Un'eccezione la si è avuta nel caso della profonda recessione vissuta dalla Colombia nel 1998.) Sebbene il raffronto tra i tassi di disoccupazione di paesi diversi comporti, come è noto, problemi di qualità dei dati,<sup>5</sup> il rendimento relativamente scarso dei paesi avanzati suggerisce la possibilità che la maggiore flessibilità (al ribasso) dei salari nei mercati emergenti costituisca un elemento di salvaguardia dell'occupazione durante i periodi di grave difficoltà economica. Il divario tra le reti di sicurezza sociale nelle economie dei mercati emergenti e in quelle industriali rende con ogni probabilità i lavoratori delle prime più attivi nel cercare di evitare la disoccupazione.

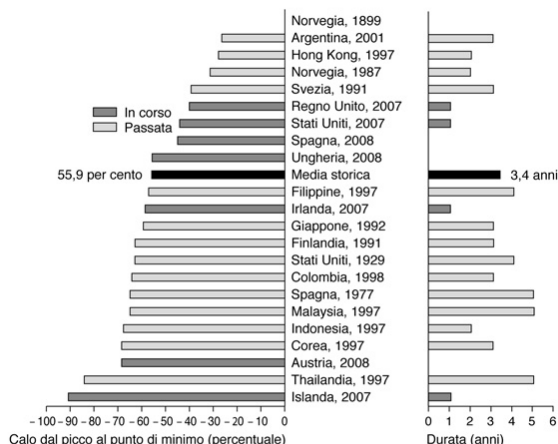


Figura 14.2. Cicli dei prezzi reali passati e correnti delle azioni e crisi bancarie.

Fonti: Appendici A.1 e A.2 e fonti in esse citate.

*Note:* Ciascun episodio di crisi bancaria viene identificato per paese e per anno di inizio della crisi. Sono inclusi solo gli episodi di crisi bancaria di maggiore portata (sistemici), fatta salva la disponibilità di dati. La media storica riportata non include gli episodi di crisi in corso. Per gli episodi in corso i calcoli si basano su dati aggiornati al 2 dicembre 2008. Per deflazionare i prezzi nominali delle abitazioni sono stati utilizzati gli indici dei prezzi al consumo.

Nella figura 14.4 esaminiamo i cicli del Pil reale pro capite in relazione alle crisi bancarie di grave portata. La dimensione media dei cali, pari al 9,3 per cento, è sbalorditiva. Va detto che, come abbiamo osservato in precedenza per il periodo successivo alla Seconda guerra mondiale, i cali del Pil reale nelle economie avanzate sono stati inferiori a quelli delle economie dei mercati emergenti. Una probabile spiegazione delle più marcate contrazioni registrate dalle economie dei mercati emergenti è che esse sono inclini a repentini rovesci della disponibilità del credito estero. Quando i capitali esteri subiscono un «arresto improvviso», per usare la frase resa popolare da Rudiger Dornbusch e Guillermo Calvo, l'attività economica si avvia verso il collasso.<sup>6</sup>

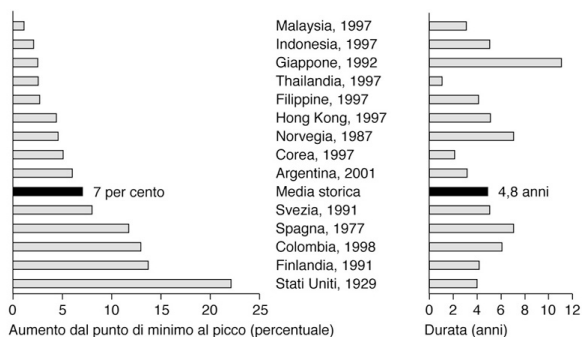


Figura 14.3. Cicli passati della disoccupazione e crisi bancarie.

Fonti: Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico; Fondo Monetario Internazionale (anni vari), *International Financial Statistics*; Carter et al. (2006); fonti di vari paesi; calcoli degli autori.

*Note:* Ciascun episodio di crisi bancaria viene identificato per paese e per anno di inizio della crisi. Sono inclusi solo gli episodi di crisi bancaria di maggiore portata (sistemici), fatta salva la disponibilità di dati. La media storica riportata non include gli episodi di crisi in corso.

Rispetto a quello della disoccupazione, il ciclo dal picco al punto di minimo del Pil è molto più breve ed è pari a soli due anni. Presumibilmente ciò è dovuto in parte al fatto che la crescita potenziale del Pil è positiva e noi stiamo misurando solo i cambiamenti assoluti nel reddito, e non i divari nella produzione potenziale.

Nonostante questo, le recessioni che accompagnano le crisi finanziarie sono eccezionalmente lunghe rispetto alle normali recessioni, che di norma hanno una durata inferiore a un anno.<sup>7</sup> Le recessioni pluriennali si verificano in realtà solo nelle economie che richiedono una profonda ristrutturazione, come quelle della Gran Bretagna nel 1970 (prima dell'avvento del primo ministro Margaret Thatcher), della Svizzera negli anni novanta e del Giappone dopo il 1992 (quest'ultima dovuta non solo al collasso finanziario del paese, ma anche alla necessità di riorientare la propria economia in conseguenza dell'ascesa della Cina). Le crisi bancarie, naturalmente, richiedono spesso dolorose ristrutturazioni del sistema finanziario e pertanto costituiscono un'importante esemplificazione di questo principio generale.

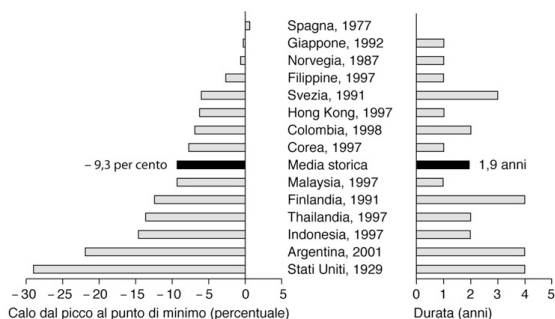


Figura 14.4. Cicli passati del Pil pro capite e crisi bancarie.

Fonti: Appendici A.1 e A.2 e fonti in esse citate.

*Note:* Ciascun episodio di crisi bancaria viene identificato per paese e per anno di inizio della crisi. Sono inclusi solo gli episodi di crisi bancaria di maggiore portata (sistemiche), fatta salva la disponibilità di dati. La media storica riportata non include gli episodi di crisi in corso. Pil totale in milioni di dollari USA 1990 (convertiti in base alla PPP secondo il metodo Geary Khamis).

## L'eredità fiscale delle crisi

Il calo delle entrate e l'aumento delle spese, conseguenti alla combinazione tra i costi di salvataggio e l'aumento dei trasferimenti, da una parte, e i costi del servizio del debito, dall'altra, portano a un rapido e netto peggioramento della bilancia fiscale. I casi della Finlandia e della Svezia sono esemplari da questo punto di vista; la seconda è passata da un surplus precrisi di circa il 4 per cento del Pil a un indice deficit-Pil di entità colossale, pari al 15 per cento. Si veda la tabella 14.1.

La figura 14.5 mostra l'aumento del debito pubblico reale nei tre anni successivi a una crisi bancaria. Il deterioramento delle finanze governative è impressionante e l'aumento medio del debito supera l'86 per cento. Il calcolo in questo caso si basa su dati relativamente recenti riguardanti gli ultimi decenni, ma va ricordato che nel capitolo 10 del presente libro abbiamo utilizzato i dati storici sul debito interno da noi recentemente elaborati al fine di dimostrare che per oltre un secolo l'aumento del debito pubblico è stato una caratteristica costante del periodo immediatamente successivo alle crisi.

TABELLA 14.1

Deficit fiscali (bilancio statale) espressi in percentuali del Pil

| Paese, anno di crisi | Anno prima della crisi | Picco del deficit (anno) | Aumento o diminuzione del deficit fiscale |
|----------------------|------------------------|--------------------------|-------------------------------------------|
| Argentina, 2001      | -11,9 (2002)           |                          |                                           |
| Cile, 1980           | -3,2 (1985)            |                          |                                           |

|                           |               |
|---------------------------|---------------|
| Colombia, 1998            | -7,43 (1999)  |
| Corea, 1997               | -4,86 (1998)  |
| Finlandia, 1991           | -10,81 (1994) |
| Indonesia, 1997           | -3,72 (2001)  |
| Giappone, 1992            | -8,79 (1999)  |
| Malaysia, 1997            | -5,86 (2000)  |
| Messico, 1994             | -2,30 (1998)  |
| Norvegia, 1987            | -2,55 (1992)  |
| Spagna, 1977 <sup>a</sup> | -3,16 (1977)  |
| Svezia, 1991              | -11,63 (1993) |
| Thailandia, 1997          | -3,52 (1999)  |

Fonti: Fondo monetario internazionale (anni vari), *Government Financial Statistics* e *World Economic Outlook*, nonché calcoli degli autori.

<sup>a</sup> Come indicato nella figura 14.4, la Spagna è stato l'unico paese del nostro campione a registrare un (modesto) aumento della crescita del Pil pro capite durante il periodo postcrisi.

Abbiamo deciso di prendere in esame l'incremento del debito in termini percentuali e l'incremento del debito rispetto al Pil perché a volte forti flessioni della produzione rendono complicata l'interpretazione del rapporto debito-Pil. Abbiamo già sottolineato, ma vale la pena di farlo ancora, che il ricorrente enorme accumulo di debito pubblico è alimentato soprattutto da una netta caduta delle entrate fiscali dovuta alle profonde recessioni che accompagnano le crisi finanziarie più gravi. I tanto strombazzati costi di salvataggi bancari sono stati in molti casi un fattore che ha contribuito solo in misura minore all'aumento postcrisi dell'onere del debito.

## Rischio sovrano

Come mostrato dalla figura 14.6, i default del debito sovrano, le ristrutturazioni del debito e/o i quasi default (evitati grazie ai pacchetti internazionali di salvataggio) hanno caratterizzato le crisi finanziarie di molte economie di mercato emergenti; pertanto, il calo del *credit rating* di un paese durante una crisi difficilmente costituisce una sorpresa. Ma nemmeno le economie avanzate vengono risparmiate. Il rating del rischio sovrano della Finlandia è passato nel giro di tre anni da 79 a 69, una classificazione prossima a quella di alcuni mercati emergenti. Anche il Giappone è stato oggetto di svariati downgrade da parte delle più note agenzie di rating.

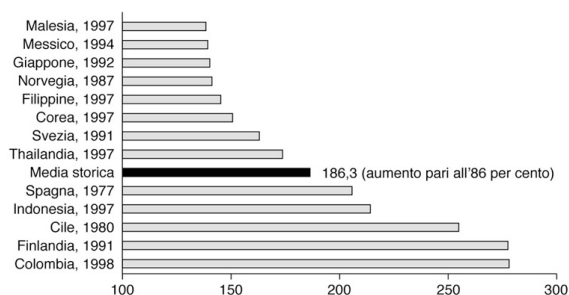


Figura 14.5. L'aumento cumulativo del debito pubblico reale nei tre anni successivi a crisi bancarie del passato.

Fonti: Appendici A.1 e A.2 e fonti in esse citate.

*Note:* Ciascun episodio di crisi bancaria viene identificato per paese e per anno di inizio della crisi. Sono inclusi solo gli episodi di crisi bancaria di maggiore portata (sistemici), fatta salva la disponibilità di dati. La media storica riportata non include gli episodi di crisi in corso, che vengono completamente omessi poiché tali crisi sono cominciate nel 2007 o successivamente e il raffronto dello stock del debito riguarda qui i tre anni successivi all'inizio delle crisi bancarie. Il debito pubblico viene indicizzato come pari a 100 nell'anno della crisi.

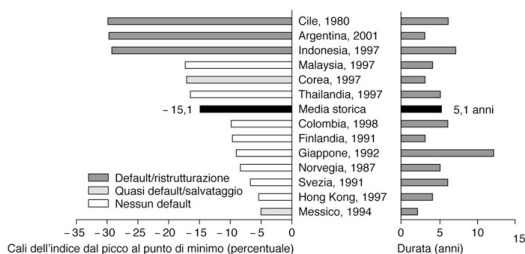


Figura 14.6. Cicli dei rating sovrani di *Institutional Investor* e crisi bancarie del passato.

Fonti: *Institutional Investor* (anni vari) e calcoli degli autori.

*Note:* I rating di *Institutional Investor* vanno da 0 a 100 e aumentano con il crescere dell'affidabilità creditizia.

## Raffronti con le esperienze della «Prima grande contrazione» degli anni trenta

Finora abbiamo utilizzato come criterio di raffronto le crisi finanziarie del dopoguerra. I punti di somiglianza quantitativa di tali crisi con la recente crisi negli Stati Uniti, almeno in termini di periodo che le ha precedute e della prima fase della loro traiettoria, sono sorprendenti. Tuttavia, sotto molti aspetti questa «Seconda grande contrazione» è una crisi di gran lunga più profonda rispetto alle altre che fanno parte dell'insieme di raffronto, poiché ha una portata globale, mentre le altre

crisi gravi successive alla Seconda guerra mondiale hanno riguardato un solo paese specifico o, nel peggiore dei casi, sono state di carattere regionale. Naturalmente, come discuteremo maggiormente nei dettagli nel capitolo 17, durante gli anni trenta le autorità politiche hanno reagito in maniera alquanto esitante e ciò potrebbe in parte spiegare la durata e la gravità della crisi. Nondimeno, data la persistente incertezza riguardo alla futura evoluzione della crisi della fine degli anni Duemila (la Seconda grande contrazione) sarà utile esaminare i dati relativi agli anni trenta, quelli della Prima grande contrazione).

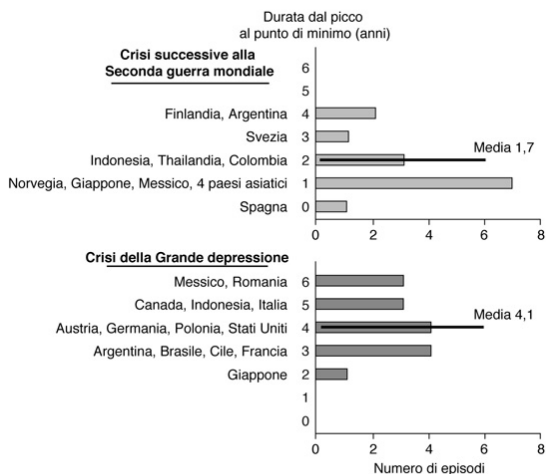


Figura 14.7. La durata delle principali crisi finanziarie: quattordici episodi della Grande depressione rispetto a quattordici episodi successivi alla Seconda guerra mondiale (durata del calo della produzione pro capite).

Fonti: Calcoli degli autori.

Note: I quattordici episodi del dopoguerra sono quelli di Spagna, 1977; Norvegia, 1987; Finlandia, 1991; Svezia, 1991; Giappone, 1992; Messico, 1994; Indonesia, Thailandia e (raggruppati come quattro paesi asiatici nella figura) Hong Kong, Corea, Malaysia e Filippine, tutti nel 1997; Colombia, 1998 e Argentina, 2001. I quattordici episodi della Grande depressione riguardano undici casi di crisi bancaria e tre contrazioni economiche meno sistemiche, ma dagli effetti altrettanto devastanti, verificatesi in Canada, Cile e Indonesia durante gli anni trenta. Le crisi bancarie sono quelle di Giappone, 1927; Brasile, Messico e Stati Uniti, tutte nel 1929; Francia e Italia, 1930; Austria, Germania, Polonia e Romania, 1931.

La figura 14.7 effettua un raffronto tra le crisi degli anni trenta le crisi più profonde successive alla Seconda guerra mondiale in termini di numero di anni lungo i quali la produzione è caduta dal picco al punto di minimo. La parte superiore mostra le crisi del dopoguerra, cioè quelle di Colombia, Argentina, Thailandia, Indonesia, Svezia, Norvegia, Messico, Filippine, Malaysia, Giappone, Finlandia, Spagna, Hong Kong e Corea – quattordici in tutto. La parte inferiore mostra le quattordici crisi della Grande depressione, cioè quelle di Argentina, Cile, Messico,



Canada, Austria, Francia, Stati Uniti, Indonesia, Polonia, Brasile, Germania, Romania, Italia e Giappone.

Ciascuna metà del diagramma forma un istogramma verticale. Il numero di anni durante i quali ciascun paese o svariati paesi sono stati in crisi viene misurato sull'asse verticale. Il numero di paesi che hanno vissuto una crisi di qualsivoglia durata viene misurato sull'asse orizzontale. Il diagramma mostra chiaramente come le recessioni che hanno accompagnato la Grande depressione siano state di durata di gran lunga maggiore rispetto a quelle del dopoguerra. Di norma nel dopoguerra la produzione è scesa dal picco al punto di minimo per una media di 1,7 anni e le contrazioni più lunghe, pari a quattro anni, sono state quelle registrate in Argentina e in Finlandia. Ma durante la Grande depressione molti paesi, tra i quali gli Stati Uniti e il Canada, hanno registrato una contrazione di quattro anni o più e il Messico e la Romania hanno registrato un calo della produzione per sei anni. Durante la Grande depressione la durata media del periodo durante il quale la produzione è calata è stata di 4,1 anni.<sup>8</sup>

È importante prendere atto del fatto che le misurazioni standard della profondità e della durata delle recessioni non sono particolarmente adatte a cogliere la caduta di dimensioni epiche della produzione che spesso accompagna le crisi finanziarie profonde. Da un lato vi è la profondità del calo e dall'altro il fatto che nel periodo successivo alla crisi, durante il quale il sistema finanziario si riprende, la crescita è in alcuni casi alquanto modesta.

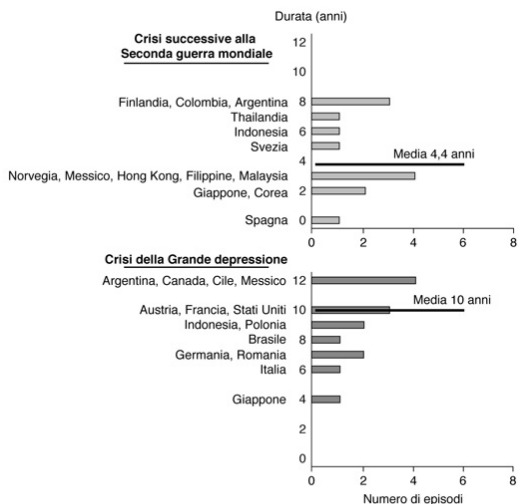


Figura 14.8. Durata delle principali crisi finanziarie: confronto tra quattordici episodi della Grande depressione e quattordici episodi successivi alla Seconda guerra mondiale (durata del calo della produzione pro capite).

Note: I quattordici episodi del dopoguerra sono quelli di Spagna, 1977; Norvegia, 1987; Finlandia, 1991; Svezia, 1991; Giappone, 1992; Messico, 1994; Hong Kong, Indonesia, Corea, Malaysia, Filippine e Thailandia, tutti nel 1997; Colombia, 1998; Argentina, 2001. I quattordici episodi della Grande depressione riguardano undici episodi di crisi bancaria e tre contrazioni economiche meno sistemiche, ma dagli effetti altrettanto devastanti, in Canada, Cile e Indonesia. Le crisi bancarie sono quelle di Giappone, 1927; Brasile, Messico e Stati Uniti, tutte nel 1929; Francia e Italia, 1930; Austria, Germania, Polonia e Romania, 1931. Per la Grande depressione il livello precrisi è quello del 1929.

La figura 14.8 offre una prospettiva alternativa, misurando il numero di anni che in alcuni paesi sono dovuti passare affinché la produzione tornasse ai livelli precedenti la crisi. Dopo un forte calo della produzione può essere necessario un lungo periodo di crescita anche solo per tornare al punto di partenza. Entrambe le metà della figura colpiscono. Per gli episodi del dopoguerra ci sono voluti in media 4,4 anni affinché la produzione tornasse a fatica ai livelli precedenti la crisi. Il Giappone e la Corea sono riusciti a farlo relativamente presto, in soli 2 anni, mentre per la Colombia e l'Argentina ci sono voluti 8 anni. Ma durante la Grande depressione le cose sono andate molto peggio e per i vari paesi ci sono voluti in media 10 anni per riportare la rispettiva produzione ai livelli precedenti la crisi, un lasso di tempo spiegabile in parte con il fatto che nessun paese si trovava nella posizione di «esportare le proprie modalità di ripresa» in presenza di un'implosione della domanda aggregata mondiale. La figura mostra, per esempio, che nel caso degli Stati Uniti, della Francia e dell'Austria ci sono voluti 10 anni per riportare la propria produzione al livello iniziale precedente la Grande depressione, mentre per il Canada, il Messico, il Cile e l'Argentina ce ne sono voluti 12. Pertanto i *benchmark* che l'era della Grande depressione mette a disposizione per cercare di capire quale potrà essere l'evoluzione della crisi finanziaria della fine degli anni Duemila sono di gran lunga più sconcertanti rispetto a quelli risultanti dai principali raffronti da noi effettuati con le crisi più gravi del dopoguerra.

Come illustreremo nel capitolo 16, anche gli aumenti della disoccupazione registrati durante la Grande depressione sono stati di gran lunga maggiori rispetto a quelli verificatisi durante le crisi finanziarie gravi successive alla Seconda guerra mondiale. L'aumento medio del tasso di disoccupazione è stato del 16,8 per cento. Negli Stati Uniti la disoccupazione è aumentata dal 3,2 per cento al 24,9 per cento.

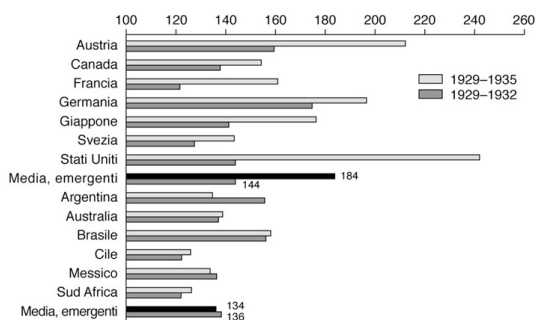


Figura 14.9. L'aumento cumulativo del debito pubblico reale tre e sei anni dopo l'avvio della Grande depressione del 1929 in alcuni paesi selezionati.

Fonti: Reinhart e Rogoff (2008b) e fonti in esso citate.

*Note:* Gli anni di inizio delle crisi bancarie vanno dal 1929 al 1931. L'Australia e il Canada non hanno avuto una crisi bancaria sistemica, ma vengono incluse a scopo di raffronto, poiché entrambe hanno subito contrazioni economiche gravi e protratte. L'anno 1929 segna il picco della produzione mondiale e pertanto viene utilizzato come marcatore per l'inizio della Grande depressione.

Infine, nella figura 14.9 esaminiamo l'evoluzione del debito pubblico reale durante le crisi dell'era della Grande depressione. È interessante notare che il debito pubblico è cresciuto più lentamente nel periodo immediatamente successivo a tali crisi rispetto a quanto non sia avvenuto nelle crisi gravi del dopoguerra. Nel caso della Depressione ci sono voluti sei anni affinché il debito pubblico reale crescesse dell'84 per cento (rispetto alla metà del tempo nelle crisi del dopoguerra). Tale differenza è in parte un riflesso del fatto che nel caso della Grande depressione la risposta politica è stata molto lenta. Vale inoltre la pena di notare che nei mercati emergenti il debito pubblico non è aumentato nelle fasi più avanzate (da tre a sei anni) successive alle crisi. Alcuni di questi mercati emergenti erano già entrati in default (sia sul debito interno sia su quello esterno), altri si trovavano ad affrontare il tipo di limiti imposti dall'esterno che abbiamo descritto in relazione all'intolleranza al debito e, di conseguenza, avevano scarse possibilità di finanziare i rispettivi deficit di bilancio.

## Osservazioni conclusive

Un esame del periodo successivo alle crisi finanziarie gravi del dopoguerra mostra che tali crisi hanno avuto un effetto profondo e duraturo sui prezzi degli assets, sulla produzione e sull'occupazione. Gli aumenti della disoccupazione e i cali dei prezzi delle case hanno avuto una durata

rispettivamente di cinque e sei anni. Il debito pubblico reale è aumentato di una media dell'84 per cento nel giro di tre anni.

In quale misura tali *benchmark* storici sono utili per valutare la traiettoria di una crisi come quella globale finanziaria della fine degli anni Duemila, cioè la Seconda grande contrazione? Da una parte oggi le autorità operano probabilmente in un contesto generale di politica monetaria maggiormente flessibile, grazie in particolare a un regime globale dei tassi di cambio meno rigido. Non a caso alcune banche centrali hanno dimostrato di essere in grado di agire in maniera aggressiva e in una fase precoce, a differenza di quanto è avvenuto negli anni trenta o nella più recente esperienza giapponese. Dall'altra, sarebbe saggio non insistere eccessivamente sul fatto che oggi siamo più accorti di quanto non lo siano stati i nostri predecessori. Solo alcuni anni fa molti avrebbero detto che i miglioramenti dell'ingegneria finanziaria hanno fatto molto per domare il ciclo di business e limitare i rischi di contagio finanziario. E come abbiamo visto nella sezione finale di questo capitolo, le crisi della Grande depressione sono state eventi che hanno superato di gran lunga, in termini di traumaticità, anche le più gravi crisi successive alla Seconda guerra mondiale. Durante la Grande depressione per i paesi in crisi ci sono voluti in media dieci anni di tempo affinché il rispettivo Pil pro capite raggiungesse il livello precedente la crisi. Nelle crisi del dopoguerra, tuttavia, ci sono voluti quasi quattro anni e mezzo perché la produzione raggiungesse il livello precedente la crisi (anche se la crescita è ripresa molto più rapidamente, c'è comunque voluto del tempo affinché l'economia ritornasse al proprio punto di partenza).

Quello che sappiamo è che dopo l'inizio della recente crisi nel 2007 i prezzi degli *assets* e le altre variabili standard indicatrici di una crisi sono precipitati negli Stati Uniti e altrove seguendo lo stesso percorso tracciato dal suo precedente storico. È vero che da allora i mercati azionari hanno recuperato in parte terreno, ma ciò in generale ricalca l'esperienza storica (come abbiamo già sottolineato nel capitolo 10), che ci insegna come le riprese a V dei prezzi delle azioni siano molto più comuni delle riprese a V dei prezzi reali delle case o dell'occupazione. Nel complesso, l'analisi degli esiti della crisi in termini di disoccupazione, produzione e debito pubblico contenuta nel presente capitolo fornisce un *benchmark* di cifre che fa riflettere sul livello di profondità che le crisi finanziarie possono raggiungere. Non va dimenticato che i nostri raffronti storici con il periodo successivo alla Seconda guerra mondiale si basavano in larga parte su casi di natura singola o regionale. La natura globale della recente crisi ha reso di gran lunga più difficili e controversi i tentativi di alcuni paesi di trovare un'uscita dalla crisi tramite un aumento delle esportazioni o di

smussarne gli effetti sui consumi ricorrendo a prestiti esteri. Come abbiamo osservato nel capitolo 10, l'esperienza storica suggerisce che la breve tregua dei default del debito sovrano registrata nel periodo successivo al 2002 rischia di giungere a una brusca fine. È vero che la prevista quadruplicazione delle risorse del Fondo monetario internazionale (Fmi), insieme al probabile ammorbidimento delle condizioni di prestito imposte dall'organizzazione internazionale, potrebbero avere come effetto un rallentamento della prossima tornata di default, ma con la conseguenza di una più forte esplosione finale se lo stesso Fmi si scontrerà con problemi di rimborso di ampia portata. D'altronde, come abbiamo ricordato a più riprese, nelle economie emergenti i default tendono ad aumentare nettamente quando molti paesi stanno vivendo simultaneamente crisi bancarie interne.

## 15. Le dimensioni internazionali della crisi dei *subprime*: frutto di un contagio o di fondamentali comuni?

Nei due capitoli che precedono abbiamo posto in particolare evidenza le somiglianze tra la crisi finanziaria più recente (la Seconda grande contrazione) e quelle del passato, somiglianze rilevabili con maggiore evidenza quando le si analizza dalla prospettiva degli Stati Uniti come epicentro. Naturalmente la crisi della fine degli anni Duemila è diversa, sotto alcuni importanti punti di vista, dalle altre crisi successive alla Seconda guerra mondiale, in particolare per la virulenza con la quale la recessione si è diffusa a livello globale a partire dal quarto trimestre del 2008. L'arresto improvviso della finanza mondiale ha colpito rapidamente le piccole e medie imprese di tutto il mondo, privandole delle risorse necessarie, mentre le grandi imprese sono riuscite a ottenere credito solo a condizioni assai più onerose di prima. I governi dei paesi emergenti stanno sperimentando difficoltà dello stesso tipo, sebbene dalla metà del 2009 i differenziali di premio al rischio di tali paesi si sono notevolmente ridotti in conseguenza del massiccio supporto fornito dai paesi ricchi al Fondo monetario internazionale, al quale abbiamo già accennato nel capitolo precedente.<sup>1</sup>

In che modo avviene la mutazione di una crisi locale o regionale in crisi globale? In questo capitolo poniamo l'accento sulla differenza fondamentale tra una trasmissione internazionale che si verifica a causa di shock diffusi (per esempio, l'implosione del boom dei titoli tecnologici nel 2001 o il crollo dei prezzi degli immobili nella crisi della fine degli anni Duemila) e una trasmissione che si verifica a causa di meccanismi conseguenti a un contagio che ha origine nell'epicentro della crisi, ma ne scavalca i confini.

Passeremo qui di seguito brevemente in rassegna alcuni esempi storici di crisi finanziarie diffuse rapidamente al di là dei confini nazionali, al fine di disporre di una quadro concettuale che ci consenta di comprendere quali fattori rendono più probabile che una crisi principalmente interna alimenti un rapido contagio internazionale. Utilizziamo tali episodi come punti di riferimento per analizzare le crisi bancarie a grappolo che si estendono a paesi diversi, un fenomeno particolarmente evidente nella crisi della fine degli anni Duemila, nella quale è chiara la presenza sia di shock diffusi sia di collegamenti reciproci tra paesi diversi. Successivamente, nel capitolo 16, elaboreremo un indice di gravità delle crisi che consente di definire

punti di riferimento sia per le crisi finanziarie regionali sia per quelle globali.

## I diversi concetti di contagio

Nel definire il contagio operiamo una distinzione tra due tipi dello stesso genere, la diffusione «a combustione lenta» e il tipo di combustione rapida che si contraddistingue per la veloce trasmissione oltre i confini, caratterizzata da Kaminsky, Reinhart e Végh come «priva di freni». Nello specifico, spiegano questi ultimi:

Definiamo il contagio come un episodio nell'ambito del quale un evento produce notevoli effetti *immediati* in una serie di paesi diversi – vale a dire un episodio nel quale le conseguenze sono *prive di freni* e si sviluppano nel giro di ore o giorni. Questa reazione «priva di freni» è in antitesi con gli episodi in cui nelle prime fasi la reazione internazionale alle notizie è debole. Quest'ultimo caso non impedisce l'emergere di effetti gradualisti e protratti che possono avere cumulativamente rilevanti conseguenze economiche. Definiamo questi casi gradualisti come *traboccamenti*. Anche gli *shock* esterni *diffusi*, come le oscillazioni dei tassi d'interesse o dei prezzi del petrolio a livello internazionale, non vengono inclusi *automaticamente* nella nostra definizione operativa di contagio.<sup>2</sup>

Aggiungiamo a questa classificazione l'osservazione che gli shock comuni non devono necessariamente essere tutti esterni. Questa precisazione è particolarmente importante in relazione all'episodio più recente. I paesi possono avere fondamentali macroeconomici «interni» comuni, come le bolle immobiliari, il boom degli afflussi di capitale, l'aumento della leva finanziaria privata e/o pubblica e così via.

## Alcuni episodi del passato

Bordo e Murshid, così come Neal e Weidenmier, hanno sottolineato che le interconnessioni tra crisi bancarie di paesi diversi erano diffuse anche nel periodo 1880-1913, durante il quale vi era una mobilità internazionale dei capitali relativamente alta grazie al sistema monetario aureo.<sup>3</sup> Nella tabella 15.1 esaminiamo un intervallo di tempo più ampio che include il xx secolo. La tabella elenca gli anni durante i quali vi sono state crisi bancarie a grappolo.<sup>4</sup> La nota crisi Baring del 1890 (che ha coinvolto l'Argentina e il Regno Unito prima di diffondersi altrove) sembra essere stato il primo episodio di crisi bancarie a grappolo a livello internazionale. Tale crisi è stata seguita da quella del 1907, cominciata negli Stati Uniti e rapidamente diffusasi in altre

economie avanzate (in particolare in Danimarca, Francia, Italia, Giappone e Svezia). Questi episodi costituiscono utili punti di riferimento per i contagi finanziari dell'era moderna.<sup>5</sup>

Gli altri episodi di contagio conseguente a una crisi bancaria precedenti la Seconda guerra mondiale tuttavia impallidiscono se confrontati con la Grande depressione, che si è contraddistinta anche per l'enorme quantità di default pressoché simultanei su debiti sia esteri sia interni.

## I fondamentali comuni e la «Seconda grande contrazione»

La congiuntura di elementi che contraddistingue la crisi più recente è un chiaro esempio illustrativo dei due canali del contagio: i nessi reciproci e gli shock diffusi. La crisi finanziaria iniziata negli Stati Uniti nel 2007 è senza dubbio traboccata in altri mercati attraverso nessi diretti. Per esempio, gli intermediari finanziari tedeschi e giapponesi (e altri di paesi che giungono fino al Kazakistan) erano andati alla ricerca di rendimenti maggiormente appetibili nel mercato Usa dei *subprime*, forse a causa del fatto che le opportunità di profitto nel settore immobiliare nazionale erano nel migliore dei casi limitate e nel peggiore tetre. Non a caso a fatti avvenuti è emerso che molti istituti finanziari esterni agli Stati Uniti avevano un'esposizione non trascurabile al mercato Usa dei *subprime*.<sup>6</sup> Si tratta di un classico canale di trasmissione del contagio tramite il quale la crisi in atto in un paese si diffonde oltre i confini internazionali. Nel contesto attuale, tuttavia, i contagi e i traboccamenti sono solo una parte del quadro complessivo. Il fatto che molti altri paesi abbiano incontrato difficoltà economiche contemporaneamente agli Stati Uniti è anch'esso in larga parte dovuto alla presenza in altre economie avanzate di molti dei fattori che hanno caratterizzato il periodo immediatamente precedente la crisi dei *subprime* negli Stati Uniti. Risaltano in particolare due elementi comuni. In primo luogo, molti paesi d'Europa e di altri continenti (l'Islanda e la Nuova Zelanda, per esempio) avevano proprie bolle immobiliari di origine interna (figura 15.1). In secondo luogo, gli Stati Uniti non erano gli unici ad avere un ampio deficit delle partite correnti e a vivere un boom nell'importazione di capitali, come abbiamo osservato nel capitolo 10.

TABELLA 15.1  
Crisi bancarie globali, 1890-2008: contagi e fondamentali comuni?

| Anni con crisi bancarie a grappolo | Paesi coinvolti                                                                   | Commenti |
|------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|----------|
| 1890-1891                          | Argentina, Brasile, Cile, L'Argentina ha dichiarato default e ci sono state corse |          |



|           |                                                                                                                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|-----------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|           | Stati Uniti                                                                                                        | agli sportelli di tutte le banche argentine (si veda della Paolera e Taylor 2001); Baring Brothers si è trovata sull'orlo del fallimento.                                                                                                                                                      |
| 1907-1908 | Cile, Danimarca, Francia, Italia, Giappone, Messico, Svezia e Stati Uniti                                          | Un calo dei prezzi del rame ha messo a repentaglio la solvibilità di società d'investimento (quasi banca) a New York.                                                                                                                                                                          |
| 1914      | Argentina, Belgio, Brasile, Francia, India, Italia, Giappone, Olanda, Norvegia, Regno Unito e Stati Uniti          | Scoppio della Prima guerra mondiale.                                                                                                                                                                                                                                                           |
| 1929-1931 | Economie avanzate: Finlandia, Germania, Grecia, Italia, Portogallo, Spagna, Svezia e Stati Uniti                   | Durante il periodo 1929-1931 i prezzi reali delle commodities sono crollati di circa il 51 per cento. Negli Stati Uniti i tassi d'interesse                                                                                                                                                    |
|           | Mercati emergenti: Argentina, Brasile, Cina, India e Messico                                                       | reali hanno raggiunto quasi il 13 per cento.                                                                                                                                                                                                                                                   |
| 1981-1982 | Mercati emergenti: Argentina, Cile, Colombia, Congo, Ecuador, Egitto, Ghana, Messico, Filippine, Turchia e Uruguay | Tra il 1979 e il 1982 i prezzi reali delle materie prime sono scesi di circa il 40 per cento. Negli Stati Uniti i tassi d'interesse reali hanno toccato circa il 6 per cento – la loro punta massima dal 1933. È cominciata la crisi del debito dei mercati emergenti, durata poi un decennio. |
| 1987-1988 | Molti piccoli paesi, per la maggior parte a basso reddito; Africa subsahariana                                     | Questi anni sono stati la codifica di una crisi del debito durata quasi un decennio.                                                                                                                                                                                                           |
| 1991-1992 | Economie avanzate: Repubblica Ceca, Finlandia, Grecia, Giappone e Svezia                                           | Scoppio delle bolle immobiliari e di quelle dei prezzi delle azioni nei Paesi nordici e in Giappone; molte economie in transizione si sono trovate ad affrontare le conseguenze delle politiche di liberalizzazione e di stabilizzazione.                                                      |
| 1994-1995 | Argentina, Bolivia, Brasile, Ecuador, Messico e Paraguay                                                           | La «tequila crisis» messicana ha arrecato il primo colpo all'aumento degli afflussi di capitale verificatosi nei mercati emergenti a partire dall'inizio degli anni novanta.                                                                                                                   |

|           |                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|-----------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1997-1999 | Asia: Hong Kong, Indonesia, È stato arrecato il secondo<br>Malaysia, Filippine, Taiwan, colpo agli afflussi di capitale<br>Thailandia e Vietnam verso i mercati emergenti.<br>Altri paesi: Brasile,<br>Colombia, Ecuador, El<br>Salvador, Mauritius, Russia,<br>Turchia e Ucraina |
| 2007-oggi | Germania, Islanda, Irlanda, Scoppio della bolla<br>Giappone, Spagna, Regno immobiliare dei <i>subprime</i><br>Unito, Stati Uniti, Ungheria Usa e di altre bolle<br>e altri immobiliari nelle economie<br>avanzate.                                                                |

---

Bulgaria, Islanda, Irlanda, Lettonia, Nuova Zelanda, Spagna e Regno Unito, tra gli altri, importavano dall'estero capitali che hanno alimentato un boom creditizio e dei prezzi degli *assets*.<sup>7</sup> Questi trend rendevano di per se stessi tali paesi vulnerabili a diffuse conseguenze pericolose come il crollo dei mercati degli investimenti e l'inversione dei flussi di capitale – ovvero gli «arresti improvvisi» di Dornbusch/Calvo – indipendentemente da quanto poteva accadere in quel momento negli Stati Uniti.

I traboccamenti diretti tramite l'esposizione ai mercati Usa dei *subprime* e i fondamentali comuni del tipo discusso sopra sono stati inoltre complementati da altri canali «standard» di trasmissione frequentemente presenti in tali episodi, e più nello specifico dalla prevalenza di creditori comuni. Per esempio, una banca austriaca esposta nei confronti dell'Ungheria (nel momento in cui quest'ultima si trova ad affrontare una grave turbolenza economica) ridurrà i prestiti non solo all'Ungheria, ma anche ad altri paesi (per la maggior parte dell'Europa orientale) ai quali la stessa banca stava già effettuando crediti. Ciò trasmetterà lo «shock» dall'Ungheria (tramite il creditore comune) ad altri paesi. Un ruolo simile è stato svolto da una banca giapponese nella trasmissione internazionale della crisi asiatica del 1997-98 e da banche statunitensi durante la crisi del debito dell'America latina dell'inizio degli anni ottanta.

### Sono in corso altri traboccamenti?

Come abbiamo osservato in precedenza, i traboccamenti di norma non si verificano con lo stesso ritmo rapido che contraddistingue gli eventi inattesi di segno negativo e gli arresti improvvisi del mercato finanziario. Pertanto tendenzialmente non generano effetti negativi immediati per i bilanci. L'evoluzione più graduale, tuttavia, non rende i loro effetti cumulativi meno gravi.

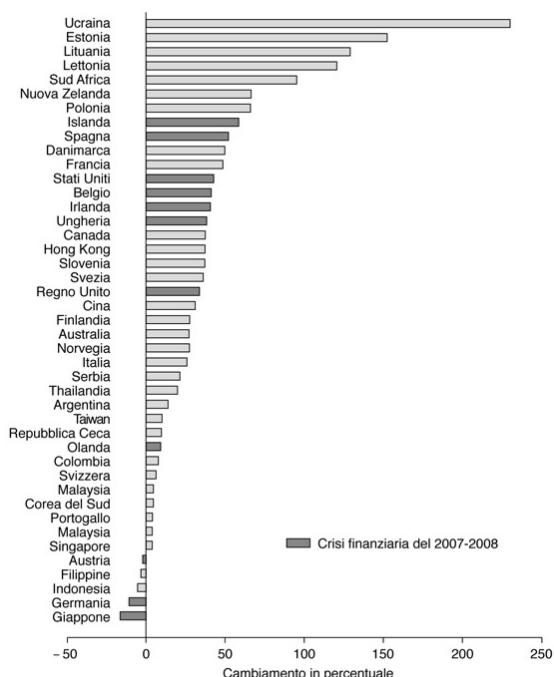


Figura 15.1. Cambiamento in termini percentuali dei prezzi reali delle case, 2002-2006.

Fonti: Banca dei regolamenti internazionali e fonti elencate nell'appendice A.1.

Nota: I dati relativi alla Cina coprono il periodo 2003-06.

Dopo avere in una certa misura parato il colpo, le economie asiatiche, comparativamente più aperte e storicamente caratterizzate da alti tassi di crescita, hanno infine risentito molto duramente delle recessioni verificatesi negli ultimi anni Duemila nelle economie avanzate. Non solo le economie asiatiche sono trainate dalle esportazioni in misura maggiore di quanto non lo siano quelle di altre regioni, ma le loro esportazioni hanno anche una forte componente di prodotti finiti che rende la domanda mondiale per i loro prodotti fortemente elastica al reddito, rispetto alla domanda di beni primari.

Sebbene non altrettanto orientate alle esportazioni dei paesi asiatici, le economie dell'Europa orientale hanno risentito fortemente delle recessioni che hanno colpito i loro partner commerciali più ricchi in Occidente. Lo stesso si può dire del Messico e dell'America centrale, che costituiscono un'area altamente integrata con gli Stati Uniti e allo stesso tempo dipendente in misura significativa dalle rimesse dei lavoratori immigrati in tale paese. Le economie dell'Africa e dell'America latina, maggiormente basate sulle materie prime (così

come i paesi produttori di petrolio) hanno risentito delle conseguenze della debolezza della domanda globale in virtù degli effetti di quest'ultima sui relativi mercati, nei quali i prezzi sono caduti bruscamente a partire dall'autunno 2008.

Un fattore di importanza critica nel determinare la misura dei danni che tali effetti di traboccamento hanno causato alle economie di mercato emergenti è quello della velocità alla quale i paesi del «Nord» riusciranno a recuperare. Con l'erosersi degli ammortizzatori rappresentati dalle riserve di valuta estera (accumulate negli anni dell'abbondanza prima del 2007) e con il deterioramento della finanza pubblica, le tensioni finanziarie sul servizio del debito (pubblico e privato) andranno crescendo. Come abbiamo osservato, le crisi finanziarie gravi si protraggono nel tempo. Data la tendenza dei default del debito sovrano ad aumentare in seguito sia alle crisi finanziarie globali sia ai drastici cali dei prezzi globali delle merci, è più che probabile che l'effetto della Seconda grande contrazione sia un numero elevato di default, rinegoziazioni e/o massici salvataggi da parte del Fmi.

## 16. Indicatori compositi del disordine finanziario

In questo libro abbiamo posto in evidenza il verificarsi di crisi a grappoli in corrispondenza di alcuni snodi che mettono in collegamento paesi diversi e tipologie differenti di crisi. Un paese che vive una crisi dei tassi di cambio può in breve tempo trovarsi in una crisi bancaria e inflazionistica, in alcuni casi seguita da un default interno ed esterno. Le crisi vengono trasmesse da un paese all'altro anche tramite un contagio o in virtù di fattori comuni, come abbiamo visto nel precedente capitolo.

Finora, tuttavia, non abbiamo tentato di mettere a punto alcun indice quantitativo in grado di combinare le crisi a livello regionale o globale. In questo capitolo, continuando ad attenerci all'approccio algoritmico da noi applicato nel delineare i singoli casi di crisi finanziaria, offriremo diversi tipi di indici delle turbolenze finanziarie che possono risultare utili nel valutare il livello di gravità globale, regionale e nazionale di una crisi.

Il nostro indice della turbolenza finanziaria porta alla luce alcune informazioni di straordinario interesse. La crisi finanziaria globale più recente – che abbiamo denominato la «Seconda grande contrazione» – è chiaramente l'unica crisi finanziaria globale verificatasi durante il periodo successivo alla Seconda guerra mondiale. Anche se la Seconda grande contrazione non dovesse sfociare nella Seconda grande depressione, rimane il fatto che essa supera per intensità altre turbolenze, come la fine degli accordi di Bretton Woods, il primo shock petrolifero, la crisi del debito degli anni ottanta nei paesi in via di sviluppo e l'ormai famosa crisi asiatica del 1997-98. La Seconda grande contrazione si contraddistingue già ora per la straordinaria portata globale della crisi bancaria e la spettacolare natura incostante dei tassi di cambio a livello mondiale. Anche la sincronicità dei crolli dei mercati immobiliari e dell'occupazione non trova eguali dopo la Grande depressione; più avanti, in questo capitolo, riporteremo dati scarsamente utilizzati relativi al periodo della Grande depressione al fine di dare maggiore risalto a questo raffronto.

L'indice della turbolenza finanziaria che abbiamo messo a punto in questo capitolo può essere utilizzato anche per caratterizzare la gravità delle crisi regionali e in questo capitolo effettueremo un raffronto tra le esperienze di diversi continenti. L'indice illustra come sia fuorviante l'opinione così diffusa secondo cui in Asia si verificano crisi finanziarie.

Il presente capitolo non si limita a mettere in collegamento le varie crisi a livello globale, ma affronta anche il tema del modo in cui diversi tipi di crisi sono reciprocamente connessi all'interno di un paese. Seguendo la traccia di Kaminsky e Reinhart cercheremo di capire i meccanismi in base ai quali le crisi bancarie (spesso latenti) sfociano spesso in tracolli valutari, nella dichiarazione di default sul debito sovrano e nell'inflazione.<sup>1</sup>

Infine termineremo osservando che uscire da una crisi globale è, naturalmente, più difficile che uscire da una crisi che colpisce solo alcuni paesi a livello regionale (come la crisi finanziaria asiatica del 1997-98). La bassa crescita nel resto del mondo riduce la possibilità che la domanda estera compensi il collasso di quella interna. Gli strumenti di misurazione come il nostro indice della turbolenza finanziaria globale possono pertanto risultare utili nel mettere a punto un'adeguata risposta politica.

## Sviluppo di un indice composito delle crisi: l'indice Bcdi

Il nostro indice della gravità delle crisi è stato messo a punto nel seguente modo. Nel capitolo 1 abbiamo definito cinque «tipologie» di crisi: default del debito sovrano esterni e interni, crisi bancarie, crisi valutarie ed esplosioni dell'inflazione.<sup>2</sup> Il nostro indice delle turbolenze finanziarie basato su diversi paesi viene ottenuto sommando semplicemente il numero di tipologie di crisi che un paese vive in un determinato anno. Pertanto, se un paese non ha vissuto alcuna delle cinque crisi in un dato anno, il suo indice di turbolenza per l'anno in questione è uguale a zero, mentre nello scenario peggiore (come in Argentina nel 2002, per esempio) sarebbe pari a cinque. Assegniamo tale indice a ogni paese e in riferimento a ciascun anno. Si tratta di quello che abbiamo battezzato indice Bcdi, acronimo che sta per Indice delle crisi bancarie (solo episodi sistemici), di cambio, del debito (interno ed esterno) e inflazionistiche.

Si tratta di uno strumento analitico in grado di catturare alcune delle dimensioni che contribuiscono a dare luogo a un caso di crisi, ma va detto anche che rimane una misura incompleta del loro livello di gravità.<sup>3</sup> Nell'ambito dell'indice, un'inflazione che giunge al 25 per cento annuale (toccando così la soglia di una crisi in base alla nostra definizione) ha lo stesso peso che avrebbe un'inflazione al 250 per cento, che ovviamente è di gran lunga più grave.<sup>4</sup> Questo trattamento binario del default è simile a quello applicato dall'agenzia di rating Standard & Poor's (S&P), che elenca i paesi come in default o non in default. L'indice S&P (così come il nostro) tiene conto delle variabili delle crisi del debito. Per esempio, alla ristrutturazione avviata in

Uruguay nel 2003, relativamente celere e «market-friendly», viene assegnato lo stesso valore del default completo e protratto che ha caratterizzato il suo vicino più grande, l'Argentina, durante la crisi del 2001-02 e che è stato accompagnato dall'imposizione con successo di un radicale «taglio di unghie» ai creditori. Gli indici come quello di S&P si sono tuttavia rivelati di enorme utilità nel corso del tempo, proprio perché i default sono tendenzialmente eventi molto discreti. Analogamente, un paese che soddisfa i nostri criteri di crisi per una serie di tipologie differenti è quasi sicuramente un paese che sta attraversando gravi difficoltà economiche e finanziarie.

Laddove fattibile, aggiungiamo alla nostra combinazione di cinque crisi un crollo dei mercati azionari «di tipo Kindleberger», che riportiamo separatamente.<sup>5</sup> In questo caso l'indice va da zero a sei.<sup>6</sup> Mentre Kindleberger non ha fornito alcuna definizione quantitativa dei crolli, Barro e Ursúa hanno adottato un *benchmark* ragionevole per definire i crolli dei prezzi degli *assets* e pertanto abbiamo deciso di utilizzarlo ai fini del nostro indice. I due autori definiscono il crollo dei mercati azionari come un declino cumulativo dei prezzi reali delle azioni pari al 25 per cento o più.<sup>7</sup> Abbiamo applicato i loro metodi ai sessantasei paesi coperti dal nostro campione; le date iniziali relative ai prezzi delle azioni vengono determinate in base alla disponibilità di dati, come viene indicato nei dettagli paese per paese all'interno delle appendici relative ai dati. Inutile dire che il nostro campione di crolli dei mercati borsistici termina con il Big Bang di crolli verificatosi nel 2008 in diversi paesi. Come nel caso dei cali rovinosi della crescita, molti dei crolli dei mercati borsistici (se non addirittura la maggior parte di essi) si sono verificati in coincidenza con gli episodi di crisi qui descritti (capitoli 1 e 11). «La maggior parte di» naturalmente non significa tutti; il crollo del Lunedì nero dell'ottobre del 1987 (per esempio) non è associato ad alcuna altra crisi di diverso genere. I falsi segnali di allarme provenienti dai mercati azionari sono in realtà un fenomeno noto. Come ha osservato Samuelson con una nota frase, «il mercato azionario ha previsto nove delle ultime cinque recessioni».<sup>8</sup> In verità, i mercati azionari hanno sì continuato a cadere a picco durante la prima parte del 2009 (cioè dopo la data in cui termina il nostro insieme di dati fondamentale), ma hanno poi registrato una netta ascesa nel secondo trimestre dell'anno, anche se non sono nemmeno lontanamente tornati ai loro livelli precedenti la crisi.

Oltre a quella degli eventi sovrani, vi sono due altre dimensioni importanti dei default che il nostro indice della crisi non cattura direttamente. Si tratta innanzitutto dei default sul debito delle famiglie. Tali default, per esempio, sono stati un elemento centrale nello svilupparsi della crisi dei *subprime* negli Stati Uniti sotto forma

delle famigerate ipoteche tossiche. I default delle famiglie non vengono trattati separatamente nella nostra analisi a causa della carenza di dati storici, che riguarda anche le economie avanzate. Tali episodi possono però essere rilevati in maniera più che plausibile dal nostro indicatore delle crisi bancarie. Le banche, dopo tutto, sono le principali fonti di credito delle famiglie e i default su larga scala di queste ultime (nella misura in cui si verificano) indeboliscono i bilanci delle prime.

Più problematica è l'incidenza dei default aziendali, che sono a loro volta un'altra «variante di crisi». Si tratta di un'omissione non poi così rilevante nei paesi in cui le grandi aziende dipendono dalle banche. In tali circostanze per il debito aziendale vale lo stesso commento che abbiamo formulato per i default delle famiglie. Per i paesi che hanno mercati dei capitali maggiormente sviluppati potrebbe risultare utile prendere in considerazione la diffusa presenza di default aziendali come un'altra tipologia di crisi. Come indicato nella figura 16.1, durante la Grande depressione, gli Stati Uniti hanno cominciato a registrare una netta impennata dell'incidenza dei default aziendali molto prima che il governo dichiarasse default (l'abrogazione della clausola oro nel 1934). Vale tuttavia la pena di notare che i default aziendali e le crisi bancarie sono in realtà correlati e pertanto il nostro indice è in grado di catturare, almeno in parte e indirettamente, questo fenomeno. In molti episodi i default aziendali sono stati fenomeni precursori di default governativi o di riprogrammazioni del debito, a causa del fatto che i governi tendenzialmente hanno protetto i debiti del settore privato.

#### *Un esempio pratico dell'indice composito a livello di singolo paese*

La crisi argentina del 2001-02 è una dimostrazione di come le crisi possano rafforzarsi a vicenda e sovrapporsi l'una all'altra. Il governo ha dichiarato default su tutti i propri debiti, interni ed esteri; le banche sono state paralizzate da una «giornata di chiusura per festività» durante la quale i depositi sono stati congelati a tempo indefinito; il tasso di cambio del peso nei confronti del dollaro Usa è passato da uno a più di tre praticamente nel giro di una notte e i prezzi sono passati da un calo (con una deflazione che era attestata a un tasso annuale del -1 per cento all'incirca) a un'inflazione dal tasso di circa il 30 per cento (secondo le prudenti stime ufficiali). Potremmo aggiungere che questo episodio si qualifica come un tracollo della crescita secondo Barro-Ursúa (il Pil pro capite è sceso di circa il 20-25%), mentre i prezzi reali delle azioni sono crollati di oltre il 30 per cento, seguendo le linee degli episodi di crollo di tipo Kindleberger.



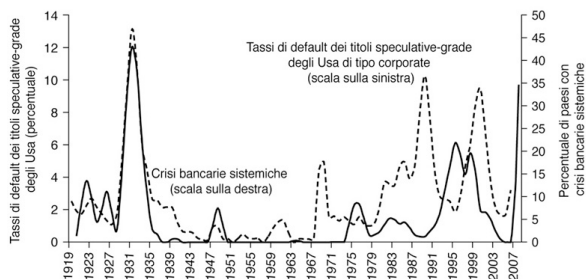


Figura 16.1. La percentuale di paesi con crisi bancarie sistemiche (ponderate in base alla loro quota del reddito mondiale) e tassi dei default aziendali su titoli *speculative-grade*, 1919-2008.

Fonti: Kaminsky e Reinhart (1999); Bordo *et al.* (2001); Maddison (2004); Caprio *et al.* (2005); Jácome (2008); *Moody's Magazine* (numeri vari) e le fonti aggiuntive elencate in Appendice.

*Note:* Il campione include tutti i sessantasei paesi elencati nella tabella 1.1 che erano indipendenti negli anni in questione. Sono stati applicati tre insiemi di ponderazione del Pil, il periodo 1800-1913 viene ponderato in base all'anno 1913, il periodo 1914-1990 viene ponderato in base all'anno 1990 e infine il periodo 1991-2008 viene ponderato in base all'anno 2003. I dati relativi al 2007-08 indicano episodi di crisi in Austria, Belgio, Germania, Ungheria, Giappone, Olanda, Spagna, Regno Unito e Stati Uniti. Le cifre indicano le medie mobili su due anni.

### *Aggregati mondiali e crisi globali*

Per passare dall'esperienza dei singoli paesi a un aggregato mondiale o regionale abbiamo preso in considerazione le medie ponderate di tutti i paesi o quelle relative a una regione particolare. Le ponderazioni, come già ricordato sopra, vengono effettuate in base alla quota di produzione mondiale di ogni singolo paese. In via alternativa è possibile calcolare un indice medio delle crisi per un particolare gruppo di paesi utilizzando una media semplice non ponderata. Illustreremo entrambi i casi.

### *Raffronti storici*

I nostri indici aggregati delle crisi corrispondono alle serie storiche riportate nelle figure 16.2 e 16.3 per il mondo e per le economie avanzate, in riferimento al periodo 1900-2008. L'aggregato delle economie avanzate comprende i diciotto paesi ad alto reddito che fanno parte del nostro campione, mentre il gruppo delle economie di mercato emergenti raccoglie quarantotto paesi che fanno parte di Africa, Asia, Europa e America latina.

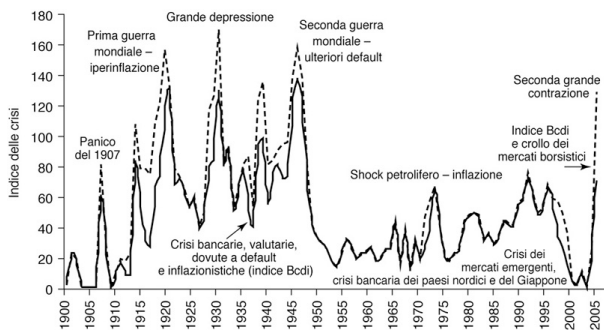


Figura 16.2. Tipologie di crisi: aggregato mondiale, 1900-2008.

Fonte: Calcoli degli autori.

*Note:* Le cifre presentano un indice composito delle crisi bancarie, valutarie, legate a default del debito sovrano e inflazionistiche, nonché i crolli dei mercati borsistici (ponderati in base alla rispettiva quota del reddito mondiale). L'indice composito delle crisi bancarie, valutarie, legate a default (interni ed esterni) e inflazionistiche (Bcdi) può avere un valore compreso tra zero e cinque (per ogni paese in ogni anno in questione) a seconda delle tipologie di crisi che si verificano in un particolare anno. Per esempio, nel 1998 l'indice ha avuto un valore di 5 per la Russia, che ha vissuto in quell'anno una crisi valutaria, una crisi bancaria e inflazionistica e un default del debito sovrano sulle obbligazioni del debito sia interno sia esterno. Tale indice viene poi ponderato in base alla quota di reddito mondiale del paese. L'indice copre i sessantasei paesi del campione e viene calcolato annualmente lungo il periodo 1800-2008 (che qui sopra viene riportato solo per il periodo dal 1900 in avanti). Applichiamo inoltre la definizione di crollo dei mercati borsistici formulata da Barro e Ursua (2009) per i venticinque paesi che fanno parte del loro campione (un sottoinsieme del campione di sessantasei paesi, fatta eccezione per la Svizzera) per il periodo 1864-2006; nel compilare il nostro indice composito delle crisi bancarie, valutarie, legate a default (interni e esterni) e inflazionistiche (Bcdi +) abbiamo aggiornato la loro definizione di crollo fino a coprire il dicembre 2008. Per gli Stati Uniti, a titolo d'esempio, nel 2008 l'indice dà una lettura 2 (crisi bancaria e crollo dei mercati borsistici); anche nel caso dell'Australia e del Messico la lettura è 2 (crisi valutaria e dei mercati borsistici).

Gli indici riportati sono ponderati in base alla quota del Pil mondiale di ciascun paese, come abbiamo fatto nel caso delle crisi del debito e di quelle bancarie.<sup>9</sup> Gli indici dei singoli paesi (esclusi i crolli dei mercati dei titoli) vengono compilati a partire dal momento dell'indipendenza di ciascuno di essi (se successiva al 1800) in avanti; l'indice che include i crolli dei mercati azionari viene calcolato sulla base della disponibilità dei dati.

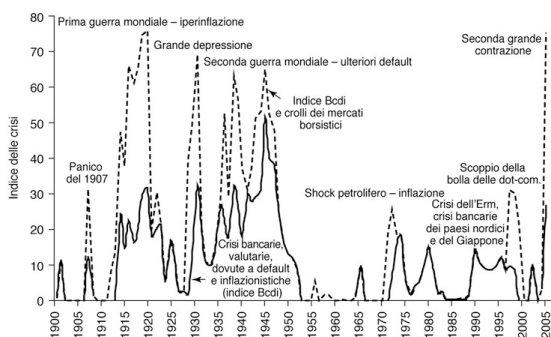


Figura 16.3. Tipologie di crisi: aggregato delle economie avanzate, 1900-2008.

Fonte: Calcoli degli autori.

*Note:* Le cifre presentano un indice composito delle crisi bancarie, valutarie, legate a default del debito sovrano e inflazionistiche, nonché i crolli dei mercati dei titoli (ponderati in base alla rispettiva quota del reddito mondiale). L'indice composito delle crisi bancarie, di cambio, legate a default (interni ed esterni) e inflazionistiche (bcdi) può avere un valore compreso tra zero e cinque (per ogni paese in ogni anno in questione) a seconda delle tipologie di crisi che si verificano in un particolare anno. Per esempio, nel 1947 l'indice aveva un valore di 4 per il Giappone, che ha vissuto in quell'anno una crisi valutaria, una crisi inflazionistica e un default del debito sovrano sulle obbligazioni del debito sia interno sia esterno. Tale indice viene poi ponderato in base alla quota di reddito mondiale del paese. L'indice viene calcolato annualmente per le diciotto economie avanzate (è inclusa l'Austria, ma non la Svizzera) del campione di Reinhart-Rogoff che copre il periodo 1800-2008 (che qui sopra viene riportato solo per il periodo dal 1900 in avanti). Applichiamo inoltre la definizione di crollo dei mercati borsistici formulata da Barro e Ursúa (2009) per diciotto economie avanzate (include la Svizzera, ma non l'Austria) per il periodo 1864-2006; nel compilare il nostro indice composito delle crisi bancarie, valutarie, legate a default (interni e esterni) e inflazionistiche (bcdi +) abbiamo aggiornato la loro definizione di crollo fino a coprire il dicembre 2008. Per gli Stati Uniti e il Regno Unito, a titolo d'esempio, nel 2008 l'indice dà una lettura 2 (crisi bancaria e crollo dei mercati borsistici); anche nel caso dell'Australia e della Norvegia la lettura è 2 (crisi valutaria e dei mercati borsistici). L'Erm è il meccanismo dei tassi di cambio del sistema dell'euro.

Sebbene in molti casi le crisi inflazionistiche e bancarie abbiano preceduto l'indipendenza, è per definizione impossibile che in una colonia vi sia una crisi del debito sovrano (esterno o interno). Inoltre, molte colonie non hanno avuto in via continuativa una valuta propria. Quando i crolli dei mercati dei titoli (riportati separatamente) vengono aggiunti al Bcdi composito, quest'ultimo viene indicato come Bcdi +.

Le figure 16.2 e 16.3 descrivono l'incidenza, e in alcuni casi la gravità, di diverse esperienze di crisi. Un rapido esame di queste cifre porta alla luce la notevole differenza tra i modelli di crisi precedenti la Seconda guerra mondiale e quelli del dopoguerra. Tale differenza risulta evidente nel migliore dei modi nella figura 16.3, che traccia gli indici per diciotto economie avanzate. L'esperienza precedente la guerra è stata caratterizzata da episodi di crisi frequenti e severi che vanno dal panico «globale» scatenato dalle crisi bancarie del 1907 alle crisi del debito e inflazionistiche associate alla Seconda guerra

mondiale e ai suoi strascichi.<sup>10</sup>

I periodi del dopoguerra sono stati caratterizzati da episodi di intensa turbolenza: le esplosioni dell'inflazione che hanno accompagnato i primi shock petroliferi a metà degli anni settanta, le recessioni associate agli interventi mirati a fare calare l'inflazione all'inizio degli anni ottanta, le gravi crisi bancarie che hanno colpito i paesi nordici e il Giappone all'inizio degli anni novanta e lo scoppio della bolla delle dot-com all'inizio degli anni Duemila. Tuttavia questi episodi impallidiscono di fronte alle loro controparti precedenti la guerra e alla contrazione globale del 2008, che non ha avuto eguali (e con un largo margine) negli oltre sessant'anni dopo la Seconda guerra mondiale (figura 16.3). Come i suoi predecessori d'anteguerra, l'episodio del 2008 è stato sia di grandi dimensioni sia di portata globale, come si può evincere dal numero particolarmente ampio di paesi sprofondati nella crisi. I crolli dei mercati dei titoli sono stati quasi altrettanto diffusi. In un contesto di scoppio delle bolle dei prezzi e di messa a nudo degli alti livelli di leva finanziaria sono emerse le crisi bancarie. Le crisi valutarie verificatesi nelle economie avanzate nei confronti del dollaro Usa si sono contraddistinte per un'ampiezza e una natura incostante tipica dei mercati emergenti.

Una quantità crescente di letteratura accademica, che include i contributi di McConnell e Perez-Quiros, nonché di Blanchard e Simon, ha documentato che dopo la metà degli anni ottanta svariati fattori d'incostanza macroeconomica hanno registrato un calo, presumibilmente derivante da un contesto globale di bassa inflazione. Questa situazione è stata denominata la «Grande moderazione», sia negli Stati Uniti che in altri paesi.<sup>11</sup> Tuttavia le crisi sistemiche e i bassi livelli d'incostanza macroeconomica non vanno di pari passo; i netti aumenti della natura incostante verificatisi durante la Seconda grande contrazione iniziata nel 2007 sono evidenti in vari mercati dagli *assets*, e risultano particolarmente visibili nel settore immobiliare, nei prezzi delle azioni e nei tassi di cambio. Tali aumenti sono del tutto evidenti anche negli aggregati macroeconomici, come quelli relativi alla produzione, agli scambi commerciali e all'occupazione. Rimane da vedere come gli economisti valuteranno la Grande moderazione e le sue cause dopo che la crisi si sarà affievolita.

Per molti mercati emergenti la Grande moderazione è stata un evento passeggero. Dopo tutto, la crisi del debito degli anni ottanta è stata altrettanto diffusa e grave degli eventi degli anni trenta (figura 16.3). Gli episodi che la hanno contraddistinta hanno colpito l'Africa, l'Asia e l'America latina con diversa intensità e spesso sono consistiti in una combinazione di default del debito sovrano, di inflazione cronica e di crisi bancarie protratte. Dopo la risoluzione della crisi del debito

degli anni ottanta, all'inizio degli anni novanta nuove tempeste si sono verificate nelle economie dell'Europa orientale e dell'ex Unione Sovietica. La crisi messicana del 1994-95 e le sue ripercussioni in America latina, la violenta crisi asiatica iniziata nell'estate del 1997 e la crisi di vasta portata scoppiata in Russia nel 1998 non hanno certo contribuito a calmare le acque nei mercati emergenti. Questa catena di crisi è culminata l'implosione dell'Argentina nel 2001-2002 e il suo default da record.<sup>12</sup>

Fino alla crisi iniziata negli Stati Uniti nell'estate del 2007 e diventata di portata globale un anno dopo, i mercati emergenti avevano goduto di un periodo di tranquillità e perfino di prosperità. Nel 2003-07 la crescita mondiale è stata caratterizzata da condizioni favorevoli, i prezzi delle materie prime erano in pieno boom e i tassi d'interesse a livello globale bassi, di conseguenza il credito era a buon mercato. Tuttavia cinque anni rappresentano un intervallo di tempo troppo breve per prendere in considerazione la possibilità di estendere gli argomenti a sostegno della tesi della «Grande moderazione» ai mercati emergenti; in realtà, gli eventi degli ultimi due anni hanno già spinto nuovamente verso l'alto l'incostanza, e ciò pressoché ovunque.

### *Prospettive regionali*

Passeremo ora ad analizzare il profilo regionale delle crisi. Nelle figure 16.2 e 16.3 abbiamo esaminato le medie ponderate in base alle dimensioni dei paesi. Per fare sì che nessun singolo paese risulti dominante nell'ambito dei profili regionali, la rimanente parte della presente discussione si concentra sulle medie semplici non ponderate relative all'Africa, all'Asia e all'America latina. Nelle figure 16.4-16.6 riportiamo gli indici regionali relativi al periodo 1800-2008 nel caso dell'Asia e dell'America latina, mentre per gli stati africani che hanno raggiunto l'indipendenza più recentemente riportiamo quelli relativi al periodo successivo alla Seconda guerra mondiale.

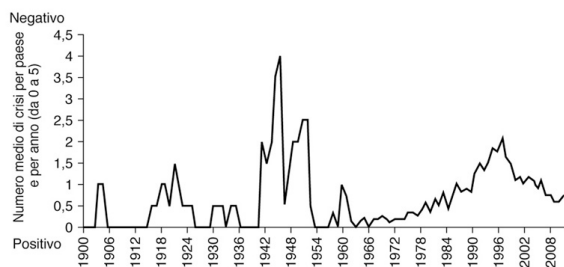


Figura 16.4. Tipologie di crisi: Africa, 1900-2008.

Fonte: Calcoli degli autori basati sulle fonti elencate nell'appendice A.1.

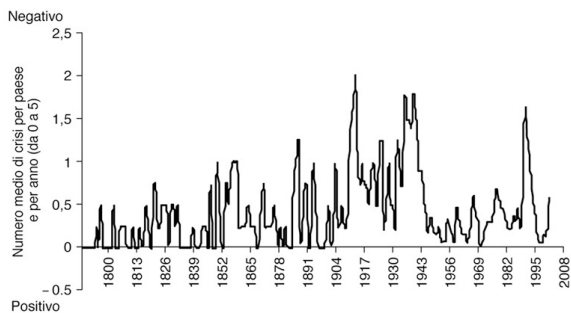


Figura 16.5. Tipologie di crisi: Asia, 1800-2008.

Fonte: Calcoli degli autori basati sulle fonti elencate nell'appendice A.1.

Per l'Africa, l'indice composito regionale della turbolenza finanziaria comincia nei fatti solo negli anni cinquanta (figura 16.4), perché prima di tale periodo solamente il Sud Africa era uno stato sovrano. Tuttavia disponiamo di una notevole copertura dei prezzi e dei tassi di cambio per gli anni successivi alla Prima guerra mondiale, pertanto per il periodo coloniale sono state datate e incluse numerose crisi precedenti l'indipendenza (ivi incluse alcune crisi bancarie di grave portata in Sud Africa). L'indice balza dal punto più basso, prossimo quasi a zero negli anni cinquanta, al punto più alto negli anni ottanta. I tredici paesi africani che fanno parte del nostro campione hanno avuto, in media, due crisi simultanee negli anni peggiori del decennio 1980-89. In tutti i casi, fatta eccezione per quello delle Isole Mauritius, che non hanno mai dichiarato default né hanno mai ristrutturato i propri debiti sovrani, tali due crisi appartenevano ciascuna a una delle tipologie da noi descritte. Il calo del numero medio di crisi negli anni novanta è dovuto principalmente al calo dell'incidenza delle crisi inflazionistiche e alla risoluzione definitiva (anche se protratta nel tempo) della crisi del debito degli anni ottanta, durata un decennio.

L'indice regionale composito della turbolenza finanziaria relativo all'Asia (figura 16.5) copre l'intervallo 1800-2008 perché la Cina, il Giappone e la Thailandia in tale periodo erano paesi indipendenti. I rimanenti paesi asiatici che fanno parte del campione hanno ottenuto l'indipendenza quasi immediatamente dopo la Seconda guerra mondiale e pertanto entrano a far parte della media regionale. Il profilo dell'Asia mette in luce un aspetto che abbiamo fatto notare in più occasioni: la tesi di una superiorità economica delle «tigri» o delle «economie del miracolo» nei tre decenni prima della crisi del 1997-98 appare poco fondata, se vista nella prospettiva della storia locale. La regione ha vissuto alcuni periodi protratti di forte instabilità economica secondo gli standard internazionali dell'epoca.

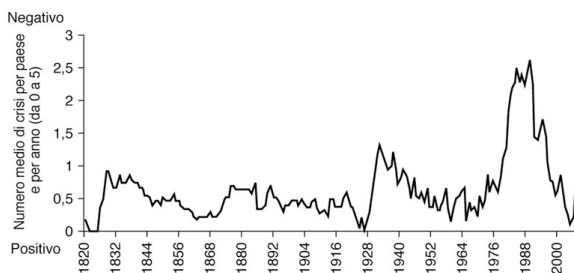


Figura 16.6. Varietà di crisi: America latina, 1800-2008.

Fonte: Calcoli degli autori basati sulle fonti elencate nell'appendice A.1.

*Note:* Le iperinflazioni in Argentina, Bolivia, Brasile, Nicaragua e Perù provocano un netto aumento dell'indice (come si evince dalla punta toccata tra la fine degli anni ottanta e l'inizio degli anni novanta) perché tutti tali episodi registrano una lettura massima pari a 5.

Gli episodi di crisi maggiormente gravi si sono verificati durante il periodo compreso tra le due guerre mondiali. In tale periodo la Cina è stata colpita dall'iperinflazione, ha dichiarato default a più riprese, ha vissuto più di una crisi bancaria, ha avuto innumerevoli valute diverse e ha fatto ricorso con grande frequenza a conversioni valutarie. Il Giappone ha vissuto svariati periodi di crisi bancarie, inflazionistiche e dei tassi di cambio, culminate nel suo default sul debito estero nel corso della Seconda guerra mondiale, con il congelamento dei depositi bancari e una quasi iperinflazione (prossima al 600 per cento) alla fine della guerra nel 1945.

Forse l'America latina avrebbe ottenuto risultati migliori in termini di stabilità economica, se la macchina da stampa non avesse mai varcato l'Atlantico (figura 16.6). Prima che la lunga lotta dell'America latina contro l'alta inflazione, l'iperinflazione e l'inflazione cronica giungesse a una svolta verso il peggio negli anni settanta, la lettura media dell'indice di turbolenza della regione era più o meno in linea con la media mondiale. Nonostante i default, le crisi valutarie e le crisi bancarie che si verificavano periodicamente, la media non è mai stata superiore a una crisi all'anno, un livello che, se comparato a quello registrato da altre regioni per lunghi intervalli di tempo, risulta relativamente positivo. L'aumento dell'inflazione (iniziato prima della nota crisi del debito degli anni ottanta, il «decennio perduto») avrebbe cambiato il rendimento relativo e assoluto della regione fino alla seconda metà degli anni novanta. Come si può evincere dall'indice, durante i momenti peggiori vissuti dall'America latina alla fine degli anni ottanta – prima che il piano Brady del 1987 (di cui abbiamo parlato più sopra nel riquadro 5.3) ristrutturasse i debiti sovrani inesigibili e mentre l'Argentina, il Brasile e il Perù erano impantanati

nell'inflazione – la regione ha registrato una media di quasi tre crisi all'anno.<sup>13</sup>

## Definizione di crisi finanziaria globale

Sebbene gli indici di turbolenza finanziaria da noi messi a punto possano risultare molto utili nel valutare il livello di gravità di una crisi finanziaria globale, se vogliamo delineare sistematicamente le crisi effettive in modo da escludere, per esempio, una crisi che si colloca a un livello alto su scala globale, ma incide solo su una regione di grandi dimensioni, necessitiamo di un algoritmo di portata più ampia. Proponiamo pertanto la definizione di crisi finanziaria globale che potete trovare nel riquadro 16.1.

### RIQUADRO 16.1

Crisi finanziarie globali: una definizione operativa

In termini generali, una crisi globale si contraddistingue per quattro elementi principali che la rendono differente da una crisi regionale o da una meno virulenta crisi multi-paese:

1. Uno o più centri finanziari globali vengono coinvolti in una crisi sistemica (o grave) di qualsivoglia natura. Questo «requisito» garantisce che almeno un paese coinvolto sia responsabile di una quota significativa (anche se non necessariamente dominante) del Pil mondiale. Anche le crisi dei centri finanziari globali incidono direttamente o indirettamente sui flussi finanziari diretti verso altri paesi. Un esempio di centro finanziario è un paese che effettua prestiti ad altri paesi, come lo è stato il Regno Unito nei confronti dei «mercati emergenti» nel boom dei crediti degli anni venti del XIX secolo e come lo sono stati gli Stati Uniti nei confronti dell'America latina alla fine degli anni venti del secolo scorso.
2. La crisi coinvolge due o più regioni differenti.
3. Il numero di paesi in crisi all'interno di ogni regione è pari o superiore a tre. Il conteggio del numero dei paesi coinvolti (invece di quello della quota del Pil regionale che risente della crisi) garantisce che una crisi in un paese di grandi dimensioni – come il Brasile nell'America latina, oppure la Cina o il Giappone in Asia – non sia sufficiente per definire globale l'episodio di crisi.
4. La turbolenza finanziaria globale media del nostro indice composito ponderato in base al Pil ha una deviazione standard pari ad almeno uno al di sopra del valore normale.

Episodi selezionati di crisi economiche globali, multi-paese e regionali

| Episodio | Tipo | Centro finanziario                                             | Almeno due regioni differenti | Numero di paesi in ogni regione |
|----------|------|----------------------------------------------------------------|-------------------------------|---------------------------------|
|          |      | globale (o centri finanziari globali) maggiormente coinvolto/i |                               |                                 |



|                                 |                                                    |                                                                                                                                           |                                                                             |                                                                                                                                      |
|---------------------------------|----------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Crisi del 1825-26               | Globale                                            | Regno Unito                                                                                                                               | Europa e America latina                                                     | La Grecia e il Portogallo hanno dichiarato default, così come quasi tutti i paesi di nuova indipendenza dell'America latina          |
| Panico del 1907                 | Globale                                            | Stati Uniti                                                                                                                               | Europa, Asia e America latina                                               | eFrancia, Italia, Giappone, Messico e Cile hanno risentito in modo particolare delle ondate di panico bancario                       |
| Grande depressione 1929-1938    | Globale                                            | Stati Uniti e Francia                                                                                                                     | eTutte le regioni                                                           | Fatta eccezione per l'alta inflazione, non vi era alcun altro segno di crisi                                                         |
| Crisi del debito degli anni '80 | Multi-paese (paesi sviluppati e mercati emergenti) | Stati Uniti e (coinvolti, ma crisi non è sistemica)                                                                                       | Paesi in via di sviluppo di Africa, America latina e Asia in misura minore, | diDilagare default del debito sovrano, crisi valutarie e inflazione alta                                                             |
| Crisi asiatica del 1997-1998    | Multi-paese, estesi al di fuori dell'Asia nel 1998 | Giappone (coinvolto, ma quel momento era alle prese già da cinque anni con il tentativo di risolvere la propria crisi bancaria sistemica) | Asia, Europa e America latina                                               | eInizialmente ha coinvolto l'Asia sud-orientale. Nel 1998 erano state coinvolte la Russia, l'Ucraina, la Colombia e il Brasile.      |
| Contrazione globale del 2008    | Globale                                            | Stati Uniti, Regno Unito                                                                                                                  | Tutte le regioni                                                            | Proliferazione delle crisi bancarie in Europa, tracolli delle borse e crisi valutarie nei confronti del dollaro in tutte le regioni. |

---

Fonte: Precedenti parti del presente libro.

---

### *Crisi finanziarie globali: effetti economici*

Prendiamo ora in esame due fattori di vasta portata associati alle crisi globali, presenti entrambi nella più recente contrazione globale: in primo luogo, gli effetti della crisi sul livello e l'incostanza dell'attività economica, ampiamente definiti e misurati dagli aggregati mondiali dei prezzi delle azioni, del Pil reale e degli scambi commerciali; e, in secondo luogo, la loro relativa sincronicità in paesi diversi, che risulta evidente dall'andamento dei mercati degli *assets* nonché dai trend degli scambi commerciali, dell'occupazione e di altri indicatori economici

settoriali, come quelli relativi alle case. La nostra discussione si concentrerà sulle ultime due crisi globali, la Grande depressione degli anni trenta e la Seconda grande contrazione, rispetto alle quali disponiamo della documentazione più completa. Naturalmente, l'esame di una gamma così ampia di dati macroeconomici ci dà un'immagine delle crisi molto più poliedrica.

### *Aggregati globali*

Il collegamento che esiste tra i prezzi delle azioni e l'attività economica futura non è certo una novità. La letteratura sui punti di svolta nei cicli di business, come il classico di Burns e Mitchell, ha documentato già ai suoi albori le caratteristiche di indicatore anticipato proprie dei prezzi delle azioni.<sup>14</sup> Cali sincroni (general) e di vasta portata dei prezzi delle azioni (crolli) hanno caratterizzato l'inizio dell'episodio che si è trasformato nella Grande depressione e, con tempi leggermente ritardati, la recente crisi globale. La figura 16.7 mostra un indice dei prezzi globali delle azioni nel periodo 1929-39 e nel 2008-09 (fino a oggi). Nel caso dell'episodio più recente l'indice rappresenta circa il 70 per cento della capitalizzazione del mercato azionario mondiale e copre sette regioni diverse, per un totale di ventinove paesi. I prezzi delle azioni sono deflazionati in base ai prezzi al consumo a livello mondiale. I dati relativi al 1928-29 sono stati elaborati applicando i tassi d'inflazione mediani del campione di sessantasei paesi; per il 2007-2009 sono stati tratti dalla serie dei prezzi di fine periodo pubblicati dal *World Economic Outlook*.<sup>15</sup> In tali indici il picco del ciclo viene toccato rispettivamente nel 1928 e nel 2007.

Il calo registrato dai mercati azionari durante il 2008 e dopo tale anno corrisponde, per dimensioni (e per portata geografica), ai crolli del 1929. Vale la pena di notare che durante la crisi degli anni trenta la proprietà delle azioni a livello mondiale era di gran lunga più ristretta di quanto non lo sia nel ventunesimo secolo; la crescita dei fondi pensione e dei piani di pensionamento, così come la crescita della popolazione urbana, hanno reso più forte il collegamento tra i mercati azionari e il benessere delle famiglie.

Seguendo in larga parte il modello della figura 16.7, la figura 16.8 riporta il Pil pro capite (ponderato in base alla popolazione mondiale) di vari gruppi di paesi nel corso delle due crisi globali.<sup>16</sup> L'aggregato relativo all'Europa corrisponde all'aggregato di Maddison, costituito da dodici paesi e ponderato in base alla popolazione;<sup>17</sup> l'indice relativo all'America latina è composto dagli otto maggiori paesi della regione. L'anno 1929 ha segnato il picco del Pil reale pro capite per tutti i tre gruppi di paesi. I dati correnti sono stati tratti dal *World Economic Outlook*.

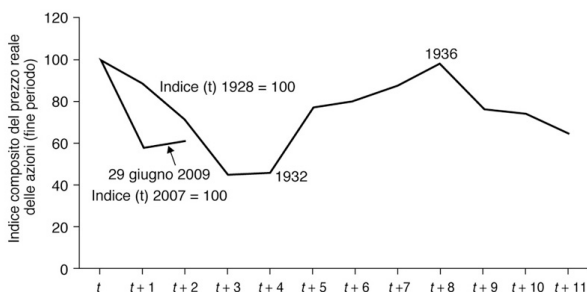


Figura 16.7 I mercati mondiali delle azioni durante le crisi globali: l'indice composito dei prezzi reali delle azioni (fine periodo).

Fonti: Global Financial Data (GFD) (s.i.d.); Standard and Poor's; Fondo Monetario internazionale (anni vari), *World Economic Outlook*; autori del presente libro (i dettagli vengono forniti nell'appendice A.1).

Note: L'indice composito mondiale dei prezzi delle azioni è stato tratto da Gfd per il periodo 1928-39 e da S&P per il 2007-09. L'indice S&P Global 1200 fa riferimento a sette diverse regioni e ventinove paesi, coprendo circa il 70 per cento della capitalizzazione dei mercati mondiali. I prezzi delle azioni sono stati deflazionati in base ai prezzi al consumo mondiali. Per il 1928-1939 questi ultimi sono stati calcolati applicando i tassi d'inflazione mediani del campione di sessantasei paesi; per il 2007-09 gli stessi sono stati derivati dai prezzi di fine periodo pubblicati in *World Economic Outlook*. Gli anni 1928 e 2007 hanno segnato il picco del ciclo di questi indici. L'anno della crisi è indicato da t.

Se si considerano tutte queste informazioni nel loro insieme, è difficile riconciliare la traiettoria prevista per il Pil reale, in particolare per i mercati emergenti, e gli sviluppi del 2008, trascinati fino all'inizio del 2009, che hanno contraddistinto i mercati azionari.

Per quanto riguarda gli scambi commerciali offriamo due illustrazioni del loro evolversi nel corso delle due crisi globali. La prima (figura 16.9) è la ripubblicazione di un vecchio classico intitolato «La spirale negativa del commercio mondiale: mese per mese, gennaio 1929 – giugno 1933». Questa spirale avvitata verso l'interno è comparsa in *World Economic Survey, 1932-1933*, che a sua volta l'aveva ripresa da un'altra fonte contemporanea.<sup>18</sup> L'illustrazione documenta il calo pari al 67 per cento del valore degli scambi commerciali verificatosi con il progredire della Grande depressione. Come è stato ampiamente documentato, ivi incluso da fonti contemporanee, il crollo degli scambi commerciali internazionali è stato solo in parte una conseguenza del drastico calo delle attività economiche, compreso tra il 10 per cento dell'Europa occidentale e il circa 30 per cento dell'Australia, del Canada, della Nuova Zelanda e degli Stati Uniti.<sup>19</sup> L'altro fattore distruttivo è stato quello dell'aumento delle politiche protezionistiche a livello mondiale, sotto forma sia di barriere commerciali sia di svalutazioni concorrenziali.

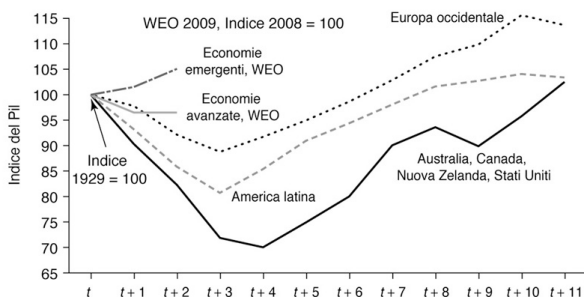


Figura 16.8. Pil reale pro capite durante le crisi finanziarie globali: aggregati multinazionali (ponderati in base alla PPP).

Fonti: Maddison (2004); Fondo monetario internazionale (anni vari), *World Economic Outlook*; autori del presente libro (i dettagli vengono forniti nell'appendice A.1).

Note: L'aggregato relativo all'Europa corrisponde all'aggregato di Maddison, costituito da dodici paesi e ponderato in base alla popolazione; l'indice relativo all'America latina è composto dagli otto maggiori paesi della regione. Gli anni 1929 e 2008 hanno segnato il picco del Pil reale pro capite per tutti i tre gruppi di paesi. L'anno della crisi è indicato da  $t$ .

La figura 16.10 illustra il valore delle esportazioni mondiali di merci per il 1928-2009. La stima per il 2009 utilizza il livello effettivo a fine anno del 2008 come media per il 2009; il risultato è un calo del 9 per cento anno su anno nel 2009, il maggiore calo annuale dopo il 1938.<sup>20</sup> Gli altri grandi cali verificatisi dopo la Seconda guerra mondiale sono quello del 1952, durante la Guerra in Corea, e quello del 1982-83, quando gli Stati Uniti sono stati colpiti dalla recessione e nei paesi emergenti si è diffusa la crisi del debito. Cal di entità più limitata si sono verificati nel 1958, l'anno in cui è stato toccato il punto più basso di una recessione negli Stati Uniti, nel 1998, durante la crisi finanziaria asiatica, e nel 2001, dopo l'11 settembre.

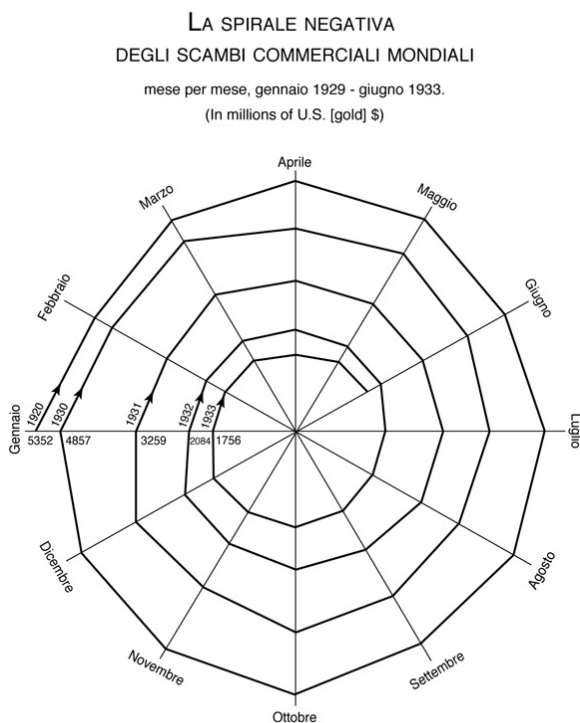


Figura 16.9. La spirale negativa degli scambi commerciali mondiali,  
mese per mese, gennaio 1929 – giugno 1933.

Fonte: Monatsberichte des Österreichischen Institutes für Konjunkturforschung 4 (1933):63.

### *Sincronicità tra paesi diversi*

Il rendimento degli aggregati globali è l'elemento che consente di stabilire se una crisi ha inciso su una quota sufficientemente ampia della popolazione mondiale e/o di paesi. Tuttavia, poiché le informazioni sono condensate in un singolo indice mondiale, quest'ultimo non fornisce una piena misura della natura sincrona delle crisi globali. Per rimediare a questa mancanza presentiamo alcuni dati sul rendimento di vari indicatori economici nel corso della più recente crisi globale. Nello specifico, presentiamo dati sull'andamento della disoccupazione e degli indici, rispettivamente, delle attività di edilizia abitativa, delle esportazioni e dei movimenti delle valute per il periodo 1929-32.

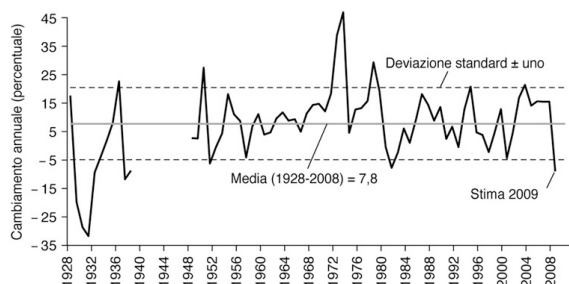


Figura 16.10. Crescita delle esportazioni mondiali, 1928-2009.

Fonti: Global Financial Data (Gfd) (s.i.d.); Lega delle nazioni (anni vari), *World Economic Outlook*; autori del presente libro (si vedano le note).

*Note:* Per il periodo della Seconda guerra mondiale non è disponibile alcun aggregato mondiale. La stima per il 2009 utilizza il livello effettivo a fine anno del 2008 come media per il 2009; il risultato è un calo del 9 per cento anno su anno nel 2009, il maggiore calo annuale del dopoguerra. Gli altri grandi cali verificatisi dopo la Seconda guerra mondiale sono quello del 1952, durante la Guerra in Corea, e quello del 1982-83, quando gli Stati Uniti sono stati colpiti dalla recessione e nei paesi emergenti si è diffusa la crisi del debito. Cali di entità più limitata si sono verificati nel 1958, l'anno in cui è stato toccato il punto più basso di una recessione negli Stati Uniti, nel 1998, durante la crisi finanziaria asiatica, e nel 2001, dopo l'11 settembre.

Il pesante crollo degli scambi commerciali in corrispondenza del punto più alto della Grande depressione era già stato illustrato con chiarezza dalle due figure che visualizzavano gli aggregati mondiali. La figura 16.11 aggiunge informazioni sulla natura diffusa del crollo, che ha coinvolto paesi di tutte le regioni, a basso, medio e alto reddito. In altre parole, gli aggregati mondiali rappresentano effettivamente le esperienze dei singoli paesi e non sono influenzati in maniera decisiva da sviluppi che riguardano una manciata di grandi paesi che incidono fortemente sugli aggregati mondiali. Fatta eccezione per le guerre che hanno coinvolto una quota significativa del mondo in maniera diretta o indiretta (ivi incluse le guerre napoleoniche), una tale sincronicità internazionale non trova eguali nei dati.

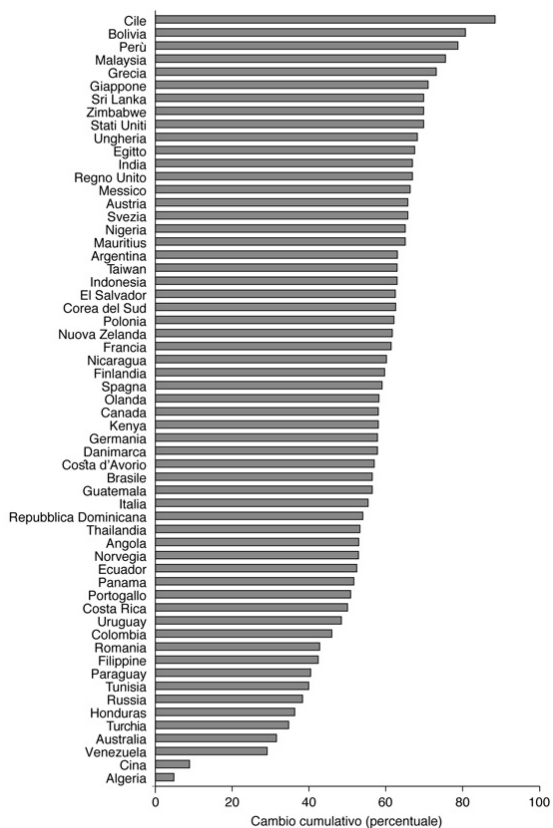


Figura 16.11. Il crollo delle esportazioni, 1929-32.

Fonti: Le fonti relative ai singoli paesi vengono fornite nell'appendice A.1; sono stati utilizzati anche calcoli degli autori.

TABELLA 16.1  
Indici dell'attività di costruzione totale in alcuni paesi (1929 = 100)

| Paese                         | Indicatore | 1932 |
|-------------------------------|------------|------|
| Argentina (area)              | 42         |      |
| Australia (valore)            | 23         |      |
| Belgio (numero)               | 93         |      |
| Cina (valore)                 | 17         |      |
| Edifici completati (numero)   | 88         |      |
| Edifici completati (area)     | 56         |      |
| Edifici completati (area)     | 84         |      |
| Edifici completati (cubatura) | 38         |      |
| Edifici completati (numero)   | 81         |      |
| Edifici completati (stanze)   | 36         |      |
| Edifici completati (valore)   | 22         |      |

|                                                  |                 |
|--------------------------------------------------|-----------------|
| Edifici completati (abitazioni)                  | 87              |
| Rendimento (valore)                              | 91              |
| Edifici completati (valore)                      | 100             |
| Edifici completati (stanze)                      | 119             |
| Stanza (valore)                                  | 18              |
| Edifici completati (numero)                      | 97              |
| <b>Media</b>                                     | <b>64</b>       |
| Nota esplicativa: Picco del settembre 2005 = 100 |                 |
| Stanza (numero)                                  | 25 <sup>a</sup> |

Fonti: Lega delle nazioni, *World Economic Survey* (numeri vari); Carter *et al.* (2006).

Nota: Si notino le differenze nella definizione dell'indicatore di ogni singolo paese.

<sup>a</sup> Fino al febbraio 2009 compreso.

La sincronicità tra paesi diversi non si limita alle variabili per le quali è normale attendersi un movimento contemporaneo in paesi differenti, come gli scambi commerciali o i tassi di cambio. Il settore edile, che è stato l'epicentro del recente ciclo di boom e declino negli Stati Uniti e altrove, viene di norma classificato tra i «settori non esposti alla concorrenza internazionale». Tuttavia il calo delle attività edili legate alla costruzione di case durante il 1929-32 è stato quasi sincrono a quello a cui si è assistito in campo commerciale, come illustra la tabella 16.1.

Poiché sia i settori esposti alla concorrenza internazionale sia quelli che non vi sono esposti hanno subito contrazioni marcate in maniera uniforme nei diversi paesi, il deterioramento della disoccupazione riportato nella tabella 16.2 non costituisce una sorpresa. La disoccupazione aumenta quasi senza eccezioni (nessun dato comparabile relativo al 1929 è disponibile per Giappone e Germania) di una media di 17 punti percentuali. Come nella discussione sulle conseguenze delle crisi del dopoguerra contenuta nel precedente capitolo, le cifre risentono delle differenti definizioni di disoccupazione e dei diversi metodi di compilazione delle statistiche; pertanto i raffronti tra paesi diversi, in particolare quelli che riguardano i livelli, sono solo stime approssimative.

TABELLA 16.2  
Tassi di disoccupazione di alcuni paesi, 1929-32

| Paese          | 1929 | 1932 | Aumento |
|----------------|------|------|---------|
| Australia      | 11,9 | 29,0 | 17,1    |
| Austria        | 18,3 | 35,6 | 17,3    |
| Belgio         | 38,3 | 55,6 | 17,3    |
| Canada         | 28,0 | 45,3 | 17,3    |
| Cecoslovacchia | 12,3 | 29,6 | 17,3    |
| Danimarca      | 16,3 | 33,6 | 17,3    |
| Germania       | 31,7 | 49,0 | 17,3    |



|                          |             |
|--------------------------|-------------|
| Giappone                 | <b>16,8</b> |
| Norvegia                 | <b>16,8</b> |
| Paesi Bassi              | <b>22,3</b> |
| Polonia                  | <b>14,8</b> |
| Regno Unito              | <b>10,1</b> |
| Stati Uniti <sup>a</sup> | <b>24,2</b> |
| Svezia                   | <b>10,3</b> |
| Svizzera                 | <b>17,3</b> |
| Media                    | <b>15,3</b> |

---

Fonti: Lega delle nazioni (numeri vari), *World Economic Survey* (numeri vari); Carter *et al.* (2006).

Nota: Le cifre riflettono le differenze nella definizione della disoccupazione e nei metodi di compilazione delle rispettive statistiche, pertanto i raffronti tra paesi diversi, in particolare quelli relativi ai livelli, costituiscono solo stime approssimative.

<sup>a</sup> Medie annuali

### *Alcune riflessioni sulle crisi globali*

Facciamo ora una pausa per sottolineare i motivi per cui le crisi finanziarie globali possono costituire un pericolo di gran lunga peggiore di quelle locali o regionali. Fondamentalmente, quando una crisi è effettivamente globale le esportazioni non costituiscono più un ammortizzatore per la crescita. In una crisi finanziaria globale di solito avviene che la produzione, gli scambi commerciali, i prezzi delle azioni e altri indicatori si comportano qualitativamente (se non quantitativamente) pressappoco nello stesso modo sia negli aggregati mondiali sia nei singoli paesi. Un arresto improvviso dei finanziamenti di norma non colpisce un solo paese o una sola regione, ma in qualche misura ha un impatto su un'ampia parte dei settori pubblici e di quelli privati di tutto il mondo.

A livello concettuale non è difficile comprendere che per un paese «tirarsi fuori» da una congiuntura bassa successiva a una crisi quando il resto del mondo ne è investito in maniera analoga è molto più complesso rispetto a quanto non lo sia quando le esportazioni sono un fattore di stimolo. Non si tratta però di un teorema che può essere facilmente verificato a livello empirico. Il nostro campione copre centinaia di crisi, ma solo un numero molto limitato di esse è globale e, come abbiamo osservato nel riquadro 16.1, alcune delle prime crisi globali sono state associate a guerre, un particolare che complica ulteriormente i raffronti.

Dai dati relativi a una quantità così ampia di episodi si può comunque desumere con maggiore sicurezza che le recessioni associate alle crisi (di qualsiasi tipologia) sono più gravi, in termini di durata e di portata, di quanto non lo siano i *benchmark* del normale

ciclo di business del periodo successivo alla Seconda guerra mondiale nelle economie avanzate e in quelle emergenti. Le crisi che fanno parte di un fenomeno di dimensione globale possono risultare ancora peggiori in termini di portata e di natura incostante (se non di durata) della recessione. Fino alle crisi più recenti, nel dopoguerra non vi erano state crisi finanziarie globali; pertanto, per necessità, i *benchmark* di raffronto sono costituiti da episodi precedenti la guerra. In termini di gravità, la Seconda grande contrazione ha già stabilito numerosi record per quanto riguarda il dopoguerra. Il ciclo di business evidentemente non è stato reso docile.

## La sequenza delle crisi: un prototipo

Così come le crisi finanziarie hanno precedenti macroeconomici analoghi in termini di prezzi degli *assets*, di attività economica, di indicatori esterni e altro ancora, anche nella riduzione in sequenze (ordine temporale) con il quale le crisi si sviluppano emergono modelli comuni. Ovviamente non tutte le crisi hanno un'escalation che arriva al risultato estremo di un default del debito sovrano. Tuttavia le economie avanzate non sono state esenti dalla loro quota di crisi valutarie, esplosioni dell'inflazione, crisi bancarie gravi e, in un'era passata, perfino di default del debito sovrano.

Lo studio di quale fenomeno si sia prodotto per primo, le crisi bancarie o quelle valutarie, è stato uno dei temi centrali del lavoro di Kaminsky e Reinhart sulle «crisi gemelle»; anche questi due studiosi sono giunti alla conclusione che la liberalizzazione finanziaria spesso precede le crisi bancarie e, addirittura, aiuta a prevederle.<sup>21</sup> Demirgüç-Kunt e Detragiache, che hanno utilizzato approcci differenti e un campione più ampio, sono arrivati alla stessa conclusione.<sup>22</sup> Reinhart ha esaminato il nesso tra le crisi valutarie e i default esterni.<sup>23</sup> Il nostro lavoro contenuto nel presente libro ha studiato i collegamenti tra le crisi del debito interno e quelle del debito estero, le crisi inflazionistiche e i default (interni o esterni), nonché le crisi bancarie e i default esterni.<sup>24</sup> La figura 16.12 mappa una sequenza «prototipo» di eventi basata su questa letteratura.

Come riferisce Díaz-Alejandro nel suo ormai classico lavoro sull'esperienza cilena tra la fine degli anni settanta l'inizio degli anni ottanta, intitolato «Goodbye Financial Repression, Hello Financial Crash», la liberalizzazione finanziaria agevola allo stesso tempo l'accesso delle banche al credito estero e l'adozione di pratiche di prestito più rischiose a livello nazionale.<sup>25</sup> Passato un certo periodo di tempo dopo un boom dei mutui e dei prezzi delle azioni, nei bilanci delle banche cominciano a manifestarsi punti deboli e il settore

comincia a trovarsi in una situazione problematica.<sup>26</sup> Spesso questi problemi sono a un livello più avanzato negli istituti maggiormente vulnerabili (come le società finanziarie) piuttosto che nelle banche più grandi.

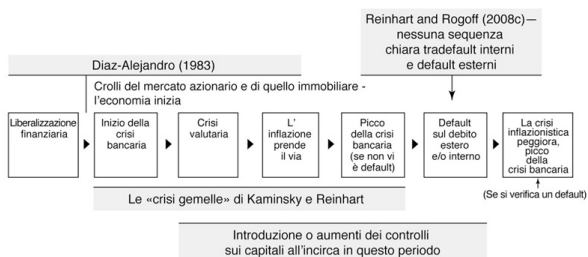


Figura 16.12. La sequenza delle crisi: un prototipo.

*Fonti:* Sulla base di dati empirici tratti da Díaz-Alejandro (1985); Kindleberger (1989); Demiriğüç-Kunt e Detragiache (1998); Kaminsky e Reinhart (1999); Reinhart (2002) e Reinhart e Rogoff (2004, 2008c), tra gli altri.

La fase successiva della crisi si apre quando la banca centrale comincia a fornire sostegno a tali istituti estendendo il credito che viene loro fornito. Se il tasso di cambio viene pesantemente manovrato (non è necessario che sia esplicitamente stabilizzato) si origina un'incoerenza di natura politica tra il sostegno fornito al tasso di cambio e il ruolo di prestatore di ultima istanza alle istituzioni in difficoltà. Le numerose esperienze descritte in questi studi suggeriscono che (il più delle volte) l'obiettivo prefissato per il tasso di cambio passa in secondo piano rispetto al ruolo di prestatore di ultima istanza svolto dalla banca centrale. Anche se i crediti concessi dalla banca centrale al settore finanziario in difficoltà sono di portata limitata, la stessa può essere più esitante a impegnarsi in una politica di «difesa del tasso d'interesse» mirata a difendere la valuta di quanto non lo sarebbe se il settore finanziario fosse solido. Ciò porta la sequenza illustrata nella figura 16.12. alla casella della «Crisi valutaria». Il deprezzamento oppure, a seconda del caso, la svalutazione della valuta, complica la situazione in (almeno) tre modi: (1) rende ancora più grave il problema delle banche che si sono indebitate in valuta estera, peggiorando la dissimmetria tra le valute;<sup>27</sup> (2) di norma peggiora l'inflazione (la misura in cui la crisi valutaria si traduce in un aumento dell'inflazione varia notevolmente tra paesi diversi, perché i paesi con una storia di inflazione molto alta e cronica di norma hanno una trasmissione molto più intensa e rapida dai tassi di cambio ai prezzi);<sup>28</sup> e (3) aumenta il rischio di default esterno e interno se il governo ha un debito denominato in valuta

estera.

In questa fase la crisi bancaria raggiunge un picco dopo la crisi valutaria (se non vi è alcuna crisi del credito sovrano), oppure continua a peggiorare con l'intensificarsi della recessione mentre l'economia si dirige verso un default del debito sovrano (la casella successiva nella figura 16.12).<sup>29</sup> Nella nostra analisi degli eventi di credito interno ed estero non abbiamo rilevato l'esistenza di una sequenza consolidata tra gli stessi. Default interni si sono verificati prima, durante e dopo i default esterni, senza seguire un modello definito. Per quanto riguarda l'inflazione, i dati presentati nel capitolo 9 puntano tutti nella direzione di un netto deterioramento del rendimento dell'inflazione dopo un default, soprattutto nel caso di un default gemello (cioè un default che coinvolge sia il debito interno sia quello estero). La nostra analisi, che abbiamo qui riassunto, non si estende fino a coprire la fase finale di risoluzione della crisi.

Va notato che le crisi valutarie creano tendenzialmente problemi più gravi quando i governi hanno fissato esplicitamente o anche solo implicitamente (oppure quasi fissato) il tasso di cambio. Una garanzia implicita di stabilità del tasso di cambio è sufficiente a spingere le banche, le aziende e i cittadini ad assumersi pesanti passività in valuta estera, ritenendo che vi sia un basso rischio di un'improvvisa svalutazione che faccia nettamente aumentare l'onere dell'assunzione di tali debiti. In un certo senso, il crollo di una valuta è un crollo della garanzia statale sulla quale il settore privato può avere fatto affidamento e pertanto costituisce il mancato adempimento di un'importante promessa. Naturalmente, anche le forti oscillazioni dei tassi d'interesse possono risultare traumatiche per un paese che ha un regime chiaro ed esplicito di tassi di cambio fluttuanti, soprattutto in presenza di livelli notevoli di indebitamento in valuta estera e se i beni intermedi d'importazione svolgono un ruolo importante nella produzione. Il trauma tuttavia di solito è minore, perché non vi è un'implicita perdita di credibilità del governo o della banca centrale. La natura persistente e ricorrente delle crisi finanziarie verificatesi in forme diverse nel corso dei secoli ci rende scettici riguardo alla possibilità di fornire risposte facili in merito al modo migliore per evitarle. Nel nostro capitolo finale descriveremo a grandi linee gli aspetti legati all'individuazione di una possibile via di uscita graduale da tali destabilizzanti cicli boom-bassa congiuntura, nonché i relativi indicatori.

## Riassunto

Il presente capitolo ha notevolmente ampliato la nostra prospettiva

sulle crisi illustrando alcuni indicatori quantitativi della natura globale di una crisi, che vanno dal nostro indice composito della turbolenza finanziaria globale ai raffronti tra le conseguenze delle crisi dalla Grande depressione del secolo scorso fino alla recente Seconda grande contrazione. Abbiamo visto che sotto ogni aspetto il trauma prodotto da tale contrazione, la prima crisi finanziaria globale del XXI secolo, è stato straordinariamente intenso. Il fatto che a livello macroeconomico abbia dato esito solo alla più grave recessione globale dell'ultimo dopoguerra – e non a qualcosa di peggio – va considerato come una vera e propria fortuna.

## SESTA PARTE

### Che cosa abbiamo imparato?

Non vi è nulla di nuovo se non quello che è stato dimenticato

ROSE BERTIN

## 17. Riflessioni sui segnali premonitori, sulla promozione, le risposte politiche e alcune fissazioni tipiche della natura umana

Siamo giunti al termine di un lungo viaggio che ci ha portato dai default sul debito e la tosatura delle monete nell'Europa preindustriale fino alla prima crisi finanziaria globale del XXI secolo, la Seconda grande contrazione. Che cosa ci ha rivelato l'esplorazione quantitativa di questa storia che possa esserci d'aiuto nel rendere le crisi finanziarie future meno devastanti? Nel capitolo 13, che riguardava il periodo precedente la crisi finanziaria dei *subprime* iniziata nel 2007, abbiamo sostenuto che sarebbe stato utile tenere traccia di alcune serie macroeconomiche fondamentali sui prezzi degli immobili e sul debito, raffrontandole con *benchmark* di natura storica derivati dalle precedenti crisi finanziarie di grave portata. Ma è possibile dire qualcosa di più? In questo capitolo inizieremo esaminando in breve la letteratura sul «sistema di preallarme contro le crisi», che sta ancora muovendo i suoi primi passi. Prendiamo atto che fino a oggi esso può vantare successi solo di entità modesta, ma sulla base dei primi risultati ci sembra di poter dire che vi è uno spazio enorme per rafforzare la supervisione prudenziale a livello macroeconomico perfezionando la comunicazione dei dati correnti e investendo nella costruzione di serie storiche a lungo termine (l'approccio sul quale ci siamo qui basati) in modo tale da ottenere una prospettiva più profonda sui modelli e le ricorrenze statistiche contenuti nei dati.

Tanto per cominciare, i dati sul debito relativi a paesi diversi e che coprono lunghi intervalli di tempo sono particolarmente utili. Per effettuare analisi statistiche l'ideale sarebbe disporre di dati che coprono decenni o addirittura secoli. In questo libro abbiamo compiuto un notevole passo in avanti sfruttando dati sul debito pubblico precedentemente poco noti, che riguardano più di sessanta paesi e coprono un periodo di quasi cento anni (in alcuni casi un periodo ancora più lungo). Ma per la maggior parte dei paesi la nostra serie storica a lungo termine include solo il debito del governo centrale, e non il debito di entità statuali federali e province. Sarebbe utile disporre di indicatori più ampi che tengano conto del debito delle imprese pubbliche o semipubbliche e delle garanzie implicite sul debito. Sarebbe estremamente utile anche disporre di serie storiche a lungo termine sull'indebitamento dei consumatori, delle banche e delle

imprese. Ci rendiamo conto che per la maggior parte dei paesi la raccolta di tali informazioni sarebbe difficile, ma siamo fermamente convinti che si può fare molto di più di quanto è stato fatto fino a oggi. E anche se la serie dei prezzi delle case utilizzata qui (nei capitoli 10, 13, 14 e 16) rappresenta un notevole miglioramento rispetto agli studi precedenti, poiché copre un'ampia gamma di paesi, ivi inclusi quelli emergenti, sarebbe molto utile espandere i dati includendo un numero maggiore di paesi e coprendo un periodo di tempo più lungo.

La seconda sezione di questo capitolo conclusivo esplora il ruolo che le istituzioni finanziarie multilaterali come il Fondo monetario internazionale possono svolgere nella raccolta e nel monitoraggio di dati sul debito pubblico interno, i prezzi delle case e altri aspetti. Colpisce profondamente il fatto che nel momento in cui scriviamo nessuna organizzazione internazionale di portata globale fornisca tali dati o eserciti pressioni sugli stati membri affinché li mettano a disposizione. È nostra opinione che anche nel caso in cui fossero disponibili dati di qualità migliore sui rischi sarebbe con ogni probabilità estremamente auspicabile creare una nuova istituzione internazionale indipendente incaricata di mettere a punto regolamenti finanziari internazionali e di farli rispettare. La nostra convinzione si basa non solo sull'esigenza di giungere a una migliore coordinazione tra le regole dei diversi paesi, ma anche sulla necessità che i regolatori siano più indipendenti dalle pressioni politiche nazionali.

Nella terza sezione del capitolo affronteremo nuovamente il tema della «promozione» che continua a emergere nel corso di questo libro. In quale modo i

paesi emergenti possono ottenere una promozione rispetto a una storia di default ricorrenti sul debito sovrano e di ricorrenti periodi di alta inflazione? Una conclusione fondamentale è che la promozione è un processo molto lento e troppo spesso le congratulazioni risultano premature.

Concludiamo il capitolo con una rassegna delle lezioni apprese in senso più ampio.

## Sui segnali premonitori delle crisi

Nei precedenti capitoli abbiamo descritto alcuni degli antecedenti tipici delle crisi bancarie e i collegamenti reciproci tra vari tipi di crisi (per esempio, tra le crisi bancarie e quelle del debito estero o tra le crisi inflazionistiche e le crisi del debito). Un'analisi a tutto campo dei sistemi di segnali premonitori che possono anticipare l'insorgere delle crisi bancarie, valutarie o del debito è al di fuori della portata del presente libro. Dopo la famosa crisi messicana del 1994-95 e l'ancora



più nota crisi asiatica del 1997-98 è emersa una ragguardevole quantità di letteratura empirica mirata a cercare di accertare il grado in cui alcuni indicatori macroeconomici e finanziari possono «segnalare» in anticipo i pericoli di crisi.<sup>1</sup> Tali opere hanno preso in esame un'ampia quantità di indicatori adottando una vasta serie di strategie econometriche e applicandole a numerosi episodi di crisi, ottenendo alcuni modesti successi. In particolare, come abbiamo già visto, i primi testi sull'argomento hanno dovuto basarsi, per forza di cose, sui database molto limitati disponibili all'epoca, nei quali mancavano serie storiche di importanza chiave per molti paesi. Più specificamente, i dati sui mercati immobiliari, un elemento critico di molte bolle e di numerosi episodi di leva finanziaria eccessiva, sono del tutto assenti dalla maggior parte dell'attuale letteratura sui segnali delle crisi, per il semplice motivo che finora tali dati non erano adeguati.

Poiché l'insieme di dati che sta alla base del presente libro comprende le informazioni indispensabili sui prezzi delle abitazioni residenziali per un ampio numero di economie avanzate e di mercati emergenti, coprendo pressoché tutte le regioni, possiamo ora dedicarci a colmare questa importante lacuna nella letteratura sui segnali premonitori.<sup>2</sup> La nostra analisi dei prezzi delle case non pretende di essere definitiva. Nello specifico, abbiamo seguito l'approccio proposto da Kaminsky e Reinhart in svariati loro contributi, il cosiddetto approccio basato sui segnali, al fine di esaminare a quale livello della gerarchia si posizionano i prezzi delle case.<sup>3</sup> La tabella 17.1 presenta alcuni aspetti salienti dell'applicazione alle crisi bancarie e valutarie dell'approccio basato sui segnali. Il campione degli episodi di crisi non è stato da noi aggiornato in relazione agli altri indicatori. Il nostro contributo consiste nell'effettuazione di un raffronto tra la performance dei prezzi delle case e quella di altri indicatori che ricorrono in tale letteratura.

Per le crisi bancarie i prezzi reali delle case si trovano pressoché al vertice dell'elenco degli indicatori affidabili e sorpassano il saldo delle partite correnti e i prezzi reali delle azioni perché producono un minore numero di falsi allarmi. Il monitoraggio dell'andamento di tali prezzi offre chiaramente un valore aggiunto nell'aiutarci a prevedere potenziali scenari di crisi bancarie. Nel caso della previsione delle crisi valutarie il collegamento con il ciclo dei prezzi degli immobili non è altrettanto netto e i prezzi delle case, se presi in considerazione come sintomo della sopravvalutazione del tasso di cambio reale, non ottengono un punteggio altrettanto rilevante di quello delle crisi bancarie o del rendimento delle partite correnti.

TABELLA 17.1

Segnali premonitori delle crisi bancarie e valutarie: una sintesi

| Classificazione degli indicatori (dal migliore al peggiore)              | Descrizione                                        | Frequenza                                                       |
|--------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|
| <b>Crisi bancarie</b>                                                    |                                                    |                                                                 |
| <b>Migliori</b>                                                          |                                                    |                                                                 |
| Tasso di cambio reale                                                    | Deviazioni dal trend                               | Mensilmente                                                     |
| Prezzi reali delle case <sup>a</sup>                                     | Cambiamento percentuale su dodici mesi (o annuale) | Mensilmente, trimestralmente, annualmente (a seconda del paese) |
| Afflussi di capitale a breve termine                                     | Deviazioni percentuali                             | Annualmente                                                     |
| Saldo delle partite correnti                                             | Deviazioni percentuali                             | Annualmente                                                     |
| Prezzi reali delle azioni                                                | Cambiamento percentuale su dodici mesi             | Mensilmente                                                     |
| <b>Peggiori</b>                                                          |                                                    |                                                                 |
| Rating sovrani di Institutional Investor (Ii) e Moody's                  | Cambiamento (dell'indice)                          | Biannualmente mensilmente (Moody's) (ii),                       |
| Termini di scambio                                                       | Cambiamento percentuale su dodici mesi             | Mensilmente                                                     |
| <b>Crisi valutarie</b>                                                   |                                                    |                                                                 |
| <b>Migliori</b>                                                          |                                                    |                                                                 |
| Tasso di cambio reale                                                    | Deviazioni dal trend                               | Mensilmente                                                     |
| Crisi bancaria                                                           | Variabile dicotomica                               | Mensilmente o annualmente                                       |
| Saldo delle partite correnti                                             | Deviazioni percentuali                             | Annualmente                                                     |
| Prezzi reali delle azioni                                                | Cambiamento percentuale su dodici mesi             | Mensilmente                                                     |
| Esportazioni                                                             | Cambiamento percentuale su dodici mesi             | Mensilmente                                                     |
| M2 (moneta in senso ampio)                                               | Cambiamento percentuale su dodici mesi             | Mensilmente                                                     |
| <b>Peggiori</b>                                                          |                                                    |                                                                 |
| Rating sovrani di Institutional Investor (Ii) e Moody's                  | Cambiamento (dell'indice)                          | Biannualmente mensilmente (Moody's) (ii),                       |
| Differenziale d'interesse nazionale-estero (tasso d'interesse ufficiale) | Differenziale percentuale                          | Mensilmente <sup>b</sup>                                        |

Fonti: Kaminsky, Lizondo e Reinhart (1998); Kaminsky e Reinhart (1999); Goldstein, Kaminsky e Reinhart (2000) e calcoli degli autori.

<sup>a</sup> È la «nuova» variabile da noi introdotta con questo libro.

<sup>b</sup> Da non confondersi con un differenziale di tasso d'interesse nazionale-estero come quello che si osserva nella diffusione dell'Emerging Market Bond Index.

L'approccio basato sui segnali (così come la maggior parte dei metodi a esso alternativi) non individua con esattezza la data in cui la bolla scoppierà né fornisce un'indicazione sicura della gravità della crisi incombente. L'applicazione sistematica di questo metodo può però mettere a disposizione informazioni preziose in grado di fare intendere se un'economia sta evidenziando o meno uno o più dei sintomi classici che si verificano prima dello svilupparsi di una grave patologia finanziaria. Il principale ostacolo alla messa a punto di un sistema efficace e credibile basato sui segnali premonitori non è tuttavia costituito dalla progettazione di una cornice sistematica in grado di

generare in maniera tempestiva segnali di pericolo relativamente affidabili sulla base dei vari indicatori disponibili. La principale barriera al successo di una tale operazione è costituita piuttosto dalla tendenza radicata dei *policy maker* e degli attori del mercato a trattare i segnali come residui arcaici e irrilevanti di un contesto ormai passato, sulla base della convinzione che le vecchie regole di valutazione non siano più valide. Se il passato da noi studiato in questo libro è di insegnamento, possiamo senz'altro affermare che nella maggior parte dei casi i segnali verranno trascurati. È per questo che, tra le altre cose, dobbiamo pensare anche a migliorare le istituzioni.

## Il ruolo delle istituzioni internazionali

Le istituzioni internazionali possono svolgere un ruolo importante nel ridurre i rischi, in primo luogo promuovendo la trasparenza nella comunicazione dei dati e in secondo luogo facendo applicare i regolamenti relativi alla leva finanziaria.

Sarebbe estremamente utile anche il poter disporre di informazioni migliori e più chiare sul debito pubblico e sulle garanzie implicite del debito pubblico, oltre a dati più trasparenti sui bilanci delle banche. Una maggiore trasparenza dei conti non risolverebbe tutti i problemi, ma sarebbe sicuramente d'aiuto. Le istituzioni internazionali, i cui tentativi messi in atto negli ultimi due decenni per trovare una propria ragion d'essere nell'ordine internazionale non hanno avuto successo, possono svolgere un ruolo di enorme portata nel fare applicare la trasparenza. Il Fondo monetario internazionale (Fmi) potrebbe svolgere un ruolo positivo e di pubblica utilità, soprattutto per quanto riguarda i governi, adottando per la contabilità del debito pubblico uno standard di estremo rigore che copra le garanzie implicite e le voci fuori bilancio.

L'iniziativa varata nel 1996 dal Fmi e denominata *Special Data Dissemination Standard* costituisce un primo passo importante, ma in tale campo può essere fatto molto di più. È sufficiente guardare a come i conti del governo degli Stati Uniti si siano fatti opachi durante la crisi finanziaria del 2007 per rendersi conto di quanto sarebbe utile uno standard esterno. (La sola Federal Reserve ha accolto nei propri libri contabili migliaia di miliardi di dollari di *assets* privati dei quali è difficile determinare il prezzo, ma nei momenti più gravi della crisi ha rifiutato di divulgare la composizione di alcuni di tali *assets* perfino al Congresso degli Stati Uniti. L'accollarsi tali investimenti è stata una operazione certamente molto delicata e sensibile, ma nel corso del tempo l'approccio giusto può essere solo quello di una sistematica trasparenza.) Il compito di far applicare la trasparenza è molto più

facile da descrivere che da mettere in pratica, perché sono numerosi i fattori che incentivano i governi a rendere poco limpidi i propri conti. Ma se le regole verranno scritte dall'esterno e prima della prossima crisi, il loro mancato rispetto potrebbe essere considerato come un segnale sufficiente per indurre a un comportamento corretto. A nostra opinione il Fmi, stimolando i governi a essere maggiormente attenti alle proprie posizioni di indebitamento, può svolgere un ruolo più utile di quello di un pompiere che interviene una volta che i governi si trovano già nei guai. La storia d'altronde ci insegna che l'influenza esercitata dal Fmi prima delle crisi è limitata rispetto al ruolo che questa organizzazione assume quando le stesse sono in atto.

Siamo inoltre fermamente convinti che anche un'istituzione internazionale di regolamentazione finanziaria potrebbe svolgere un importante ruolo. Innanzitutto i flussi internazionali di capitale continuano a proliferare, spesso alla ricerca contemporaneamente di normative permissive e di alti tassi di rendimento. Affinché l'operato degli enti di controllo sugli odierni colossi della finanza internazionale risulti efficace è importante disporre in qualche misura di un coordinamento della regolamentazione finanziaria. Altrettanto importante è che un ente di controllo della finanza internazionale sia in grado di creare per gli enti di controllo nazionale un certo grado di isolamento politico dai legislatori che esercitano continuamente pressioni al fine di rendere meno rigorose le normative e la loro applicazione. Dato che le qualifiche di cui deve essere in possesso il personale di una tale istituzione sono radicalmente differenti da quelle prevalenti in qualsiasi importante istituzione multilaterale di credito attualmente esistente, siamo convinti che vi sia la necessità di dare vita a un'istituzione interamente nuova.<sup>4</sup>

La nostra analisi della storia dei vari tipi di crisi finanziarie solleva svariate importanti domande (e fornisce un numero di risposte notevolmente inferiore). L'insieme di domande probabilmente più dirette riguarda il tema della «promozione», un concetto introdotto per la prima volta dal lavoro che abbiamo svolto con Savastano e che abbiamo a più riprese messo in rilievo in questo libro.<sup>5</sup> Come è possibile che alcuni paesi, come la Francia e la Spagna, siano riusciti a emergere da secoli di default ricorrenti sul debito sovrano senza più dichiararne nemmeno uno, almeno da un punto di vista strettamente tecnico? A questa domanda si può rispondere solo stabilendo che cosa esattamente si intenda con il termine promozione. La transizione dalla condizione di «mercato emergente» allo status di «economia avanzata» non viene attestata dal rilascio di un diploma o da un insieme ben definito di criteri che sanciscono il passaggio di livello. Come hanno messo in evidenza Qian e Reinhart, la promozione può essere definita

come il raggiungimento e il successivo mantenimento di uno status di livello di investimento internazionale, con l'accento in particolare sull'aspetto del mantenimento.<sup>6</sup> Un altro modo per descrivere questo criterio di promozione potrebbe essere quello di dire che il paese in questione ha ridotto in maniera significativa e credibile la possibilità di dichiarare default sulle obbligazioni derivanti dal suo debito sovrano. Se in passato ha dichiarato default a più riprese, ora non lo fa più e gli investitori ne hanno preso atto. L'accesso ai mercati dei capitali non è più per tale paese un processo a intermittenza. La promozione può essere definita anche come il conseguimento di una soglia minima in termini di reddito pro capite, di una riduzione significativa della volatilità nelle variabili macroeconomiche e della capacità di mettere in atto politiche fiscali e monetarie anticicliche o, come minimo, di abbandonare le destabilizzanti politiche procicliche che affliggono la maggior parte dei mercati emergenti.<sup>7</sup> Naturalmente si tratta di aspetti fondamentali reciprocamente collegati.

Se la promozione venisse intesa come la totale eliminazione delle crisi finanziarie di ogni tipo rimarremmo senza una differenziazione tra le diverse classi di promozione. Come abbiamo osservato in precedenza, i paesi possono conseguire una «promozione» rispetto a una situazione di default seriali sul debito sovrano e di episodi ricorrenti di inflazione molto alta, e ciò è illustrato per esempio dai casi di Austria, Francia, Spagna e altri paesi. La storia ci insegna, tuttavia, che la promozione rispetto a una situazione di crisi bancarie e finanziarie ricorrenti è molto più difficile da definire. E non c'era certo bisogno della crisi finanziaria del 2007 per ricordarcelo. Come abbiamo osservato nel capitolo 10, solo alcuni dei sessantasei paesi del nostro campione fondamentale sono riusciti a non incorrere in alcuna crisi bancaria dopo il 1945, e con il 2008 ne è rimasto solo uno. Anche la promozione rispetto a una tradizione di crisi valutarie appare di difficile definizione. Le valute delle economie avanzate crollano (vale a dire che subiscono deprezzamenti superiori al 15 per cento) anche in un contesto di tassi di cambio fluttuanti in cui gli attacchi speculativi concertati contro una parità non costituiscono più un problema. Sebbene sia evidente che i paesi non si liberano della volatilità dei tassi di cambio semplicemente in virtù del passare degli anni, quelli che hanno mercati dei capitali più sviluppati e sistemi dei tassi di cambio esplicitamente più flessibili possono essere maggiormente in grado di resistere alle crisi valutarie.

Una volta adottata una definizione di promozione al cui centro vi sono i termini in base ai quali i paesi possono accedere ai mercati internazionali dei capitali, la domanda che segue è come rendere operativo tale concetto.

TABELLA 17.2

Rating assegnati da *Institutional Investor* a sessantasei paesi: potenziamento o retrocessione,

| 1979-2008                |                                                    |                                                        |                                                                                          |
|--------------------------|----------------------------------------------------|--------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------|
| Paese                    | Anno di<br>indipendenza (se<br>successivo al 1800) | Rating di <i>Institutional Investor</i> , 2008 (marzo) | Differenza tra il rating<br>del 1979 e quello del<br>2008 (+ indica un<br>miglioramento) |
| <i>Africa</i>            |                                                    |                                                        |                                                                                          |
| Algeria                  | 1962                                               | 54,7                                                   | - 3,9                                                                                    |
| Angola                   | 1975                                               | n.d.                                                   |                                                                                          |
| Costa d'Avorio           | 1960                                               | 19,5                                                   | - 28,7                                                                                   |
| Egitto                   | 1831                                               | 50,7                                                   | 16,8                                                                                     |
| Kenya                    | 1963                                               | 29,8                                                   | - 15,8                                                                                   |
| Marocco                  | 1956                                               | 55,1                                                   | 9,6                                                                                      |
| Mauritius*               | 1968                                               | 56,3                                                   | 38,3                                                                                     |
| Nigeria                  | 1960                                               | 38,3                                                   | - 15,8                                                                                   |
| Repubblica Centrafricana | 1960                                               | n.d.                                                   |                                                                                          |
| Sud Africa               | 1910                                               | 65,8                                                   | 3,8                                                                                      |
| Tunisia                  | 1957                                               | 61,3                                                   | 11,3                                                                                     |
| Zambia                   | 1964                                               | n.d.                                                   |                                                                                          |
| Zimbabwe                 | 1965                                               | 5,8                                                    | - 18,0                                                                                   |
| <i>Asia</i>              |                                                    |                                                        |                                                                                          |
| Cina                     |                                                    | 76,5                                                   | 5,4                                                                                      |
| Corea*                   | 1945                                               | 79,9                                                   | 8,7                                                                                      |
| Filippine                | 1947                                               | 49,7                                                   | 4,0                                                                                      |
| Giappone                 |                                                    | 91,4                                                   | - 5,5                                                                                    |
| Hong Kong*               |                                                    | n.d.                                                   |                                                                                          |
| India                    | 1947                                               | 62,7                                                   | 8,5                                                                                      |
| Indonesia                | 1949                                               | 48,7                                                   | - 5,0                                                                                    |
| Malaysa*                 | 1957                                               | 72,9                                                   | 2,7                                                                                      |
| Myanmar                  | 1948                                               | n.d.                                                   |                                                                                          |
| Singapore*               | 1965                                               | 93,1                                                   | 14,2                                                                                     |
| Thailandia*              |                                                    | 63,1                                                   | 8,4                                                                                      |
| Taiwan*                  | 1949                                               | n.d.                                                   |                                                                                          |
| <i>Europa</i>            |                                                    |                                                        |                                                                                          |
| Austria                  |                                                    | 94,6                                                   | 8,9                                                                                      |
| Belgio*                  | 1830                                               | 91,5                                                   | 5,7                                                                                      |
| Danimarca*               |                                                    | 94,7                                                   | 19,4                                                                                     |
| Finlandia*               | 1917                                               | 94,9                                                   | 20,0                                                                                     |
| Francia                  | 943                                                | 94,1                                                   | 3,0                                                                                      |
| Germania                 |                                                    | 94,8                                                   | -3,5                                                                                     |
| Grecia                   | 1829                                               | 81,3                                                   | 18,7                                                                                     |
| Italia                   |                                                    | 84,1                                                   | 10,3                                                                                     |
| Norvegia*                |                                                    | 95,9                                                   | 7,0                                                                                      |
| Paesi Bassi*             | 1905                                               | 95,0                                                   | 5,3                                                                                      |
| Polonia                  | 1918                                               | 73,0                                                   | 23,5                                                                                     |
| Portogallo               |                                                    | 84,8                                                   | 32,8                                                                                     |
| Regno Unito*             | 1878                                               | 94,0                                                   | 3,4                                                                                      |
| Romania                  |                                                    | 58,4                                                   | 3,6                                                                                      |
| Russia                   |                                                    | 69,4                                                   | - 9,4                                                                                    |
| Spagna                   |                                                    | 89,6                                                   | 19,3                                                                                     |
| Svezia                   |                                                    | 94,8                                                   | 10,6                                                                                     |
| Turchia                  |                                                    | 52,0                                                   | 37,2                                                                                     |
| Ungheria                 | 1918                                               | 66,8                                                   | 4,2                                                                                      |

|                       |      |      |        |
|-----------------------|------|------|--------|
| <i>America latina</i> |      |      |        |
| Argentina             | 1816 | 41,9 | - 20,5 |
| Bolivia               | 1825 | 30,3 | - 1,3  |
| Brasile               | 1822 | 60,6 | 4,3    |
| Cile                  | 1818 | 77,4 | 23,2   |
| Colombia              | 1819 | 54,7 | -6,0   |
| Costa Rica            | 1821 | 52,3 | 7,6    |
| Ecuador               | 1821 | 46,6 | 33,7   |
| El Salvador           | 1830 | 30,9 | - 22,3 |
| Gutemala              | 1821 | 41,3 | 19,7   |
| Honduras              | 1821 | 31,5 | 12,4   |
| Messico               | 1821 | 69,3 | - 2,5  |
| Nicaragua             | 1821 | 19,3 | 8,9    |
| Panama                | 1903 | 57,1 | 11,6   |
| Paraguay              | 1811 | 29,7 | - 13,7 |
| Perù                  | 1821 | 57,7 | 27,0   |
| Repubblica Dominicana | 1845 | 36,1 | - 0,3  |
| Uruguay               | 1811 | 48,8 | 7,8    |
| Venezuela             | 1830 | 43,1 | - 29,3 |
| <i>Nord America</i>   |      |      |        |
| Canada*               | 1867 | 94,6 | 1,1    |
| Stati Uniti*          |      | 93,8 | - 5,1  |
| <i>Oceania</i>        |      |      |        |
| Australia*            | 1901 | 91,2 | 3,5    |
| Nuova Zelanda*        | 1907 | 88,2 | 10,0   |

Fonti: *Institutional Investor* (anni vari), calcoli degli autori e Qian e Reinhart (2009).

Note: L'asterisco (\*) sta a indicare l'assenza di ogni default o ristrutturazione del debito estero sovrano; n.d., non disponibile.

In altre parole, come possiamo sviluppare una misura «quantitativa» e operativa di quando si verifica una promozione? Una definizione fondata della promozione non dovrà essere indebitamente influenzata dal «sentimento del mercato». Nei periodi che hanno preceduto le grandi crisi di Messico (1994), Corea (1997) e Argentina (2001) questi paesi sono stati tutti ampiamente descritti dalle organizzazioni multilaterali e dai mercati finanziari come modelli o emblemi di nuovi candidati alla promozione.

Questo tema complesso va al di là della portata del nostro lavoro. Il nostro scopo è quello di fornire una rapida istantanea del «club dei debitori» (come definito nel capitolo 2) del quale i singoli paesi fanno parte e una «vasta panoramica» di come nel corso degli ultimi trent'anni sono cambiate le percezioni del rischio di un default del debito sovrano. La tabella 17.2 elenca a tale scopo tutti i paesi del nostro campione (e le rispettive date di indipendenza). Nella terza colonna sono riportati i *rating* sovrani di *Institutional Investor* per sessantadue dei sessantasei paesi del nostro campione in relazione ai quali sono disponibili le valutazioni. Si può ritenere con sufficiente sicurezza che, con le notevoli eccezioni di Hong Kong e Taiwan, tutti i

paesi che non hanno un *rating* rientrano nel club C (paesi permanentemente estromessi dai mercati internazionali dei capitali privati). Nella colonna successiva sono riportati i *rating* dal 1979 (il primo anno in cui *Institutional Investor* ha pubblicato i risultati della propria indagine biennale sugli attori del mercato) al marzo 2008.

I candidati alla promozione dovranno non solo soddisfare i criteri per il «club A», con un *rating* di *Institutional Investor* pari o superiore a 68, ma dovranno anche dimostrare di avere seguito la «giusta tendenza». Questi paesi dovranno cioè evidenziare un miglioramento complessivo del loro *rating* rispetto a trent'anni fa. Paesi come la Turchia hanno dato prova di un notevole miglioramento del loro *rating* nel corso del tempo, ma il loro status corrente rimane ancora al di sotto della soglia del club A. Altri, come il Messico con il suo punteggio nel 2008, soddisfano i criteri del club A, ma hanno registrato un deterioramento del loro *rating* rispetto al 1979. La figura 17.1 illustra i cambiamenti nelle valutazioni di *Institutional Investor* (l'ultima colonna della tabella 17.2), consentendo di stabilire quali paesi sono in possesso dei requisiti per essere promossi. Questi ultimi sono Cile, Cina, Grecia, Corea e Portogallo (Malaysia e Polonia si trovano invece in una situazione più incerta, poiché i loro *rating* più recenti sono appena al di sotto della soglia per il club A). Dall'elenco sono assenti gli stati africani e pressoché tutta l'America latina. La nostra operazione ha finalità illustrative e non pretende di essere definitiva, perché la questione del chi e perché è idoneo alla promozione rispetto allo status di «mercato emergente o in via di sviluppo» rimane tra le più stringenti dell'economia dello sviluppo.



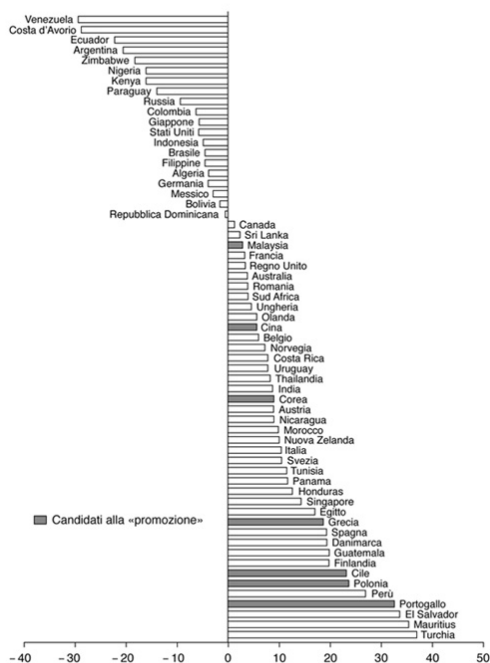


Figura 17.1. Cambiamenti del rating del credito sovrano assegnato da *Institutional Investor* a sessantasei paesi, 1979-2008.

Fonti: Qian e Reinhart (2009) e fonti in esso citate.

Nota: La Malaysia e la Polonia vengono incluse tra i candidati alla promozione, ma si tratta di casi al confine tra le due categorie.

## Alcune osservazioni sulle risposte politiche

La natura persistente e ricorrente della sindrome del «questa volta è diverso» è tale da portarci a pensare che non ci troviamo di fronte a una sfida superabile in modo semplice e immediato. Si tratta di una sindrome che, in un momento o nell'altro, si è evidenziata in ogni regione. Nessun paese, indipendentemente dalla sua rilevanza globale, sembra esserne immune. La memoria corta dei debitori e dei creditori, dei *policy maker* e degli studiosi, così come quella del pubblico generale, non dà segni di miglioramento nel corso del tempo e di conseguenza le lezioni apprese in termini di strategia su come «evitare» la prossima esplosione sono come minimo limitate. Perfino i segnali di pericolo emessi da un sistema di preallarme ampiamente sperimentato possono essere ignorati con la motivazione che le vecchie regole di valutazione non valgono più e che la «critica di Lucas» ci dà ragione. (La critica di

Lucas, che trae il proprio nome da Robert Lucas, noto per il suo lavoro sul *policy making* macroeconomico, afferma che è ingenuo cercare di prevedere gli effetti di un cambiamento di politica economica esclusivamente sulla base di relazioni osservate nei dati storici, in particolare quando si tratta di dati storici fortemente aggregati.)

Per quanto le crisi fossero inevitabili, deve esserci almeno qualche importante lezione da apprendere da una rassegna così vasta di vere e proprie follie finanziarie. Abbiamo già discusso dell'importanza dell'elaborazione di migliori serie storiche di dati per lo studio della storia delle crisi finanziarie, la premessa centrale di questo libro. Passeremo ora in rassegna qui sotto alcuni ulteriori aspetti di grande rilevanza.

In primo luogo, per quanto riguarda l'attenuazione e la gestione delle crisi del debito e di quelle inflazionistiche:

- Disporre di un'immagine esaustiva dell'indebitamento pubblico è di importanza critica, perché non vi può essere nessuna analisi valida della sostenibilità del debito estero che non tenga conto delle dimensioni e delle caratteristiche del debito pubblico *interno* in circolazione, possibilmente includendo anche le sopravvenienze passive.
- Le analisi della sostenibilità del debito devono basarsi su scenari di rendimento economico plausibili, perché le prove raccolte offrono scarso sostegno alla tesi secondo cui i paesi semplicemente si liberano dei propri debiti «con il passare del tempo». Quest'ultima osservazione può limitare le opzioni a disposizione dei governi che hanno ereditato alti livelli di indebitamento. In parole povere, tali governi devono mettere in conto la possibilità di «arresti improvvisi» degli afflussi di capitale, poiché si tratta di un fenomeno ricorrente in tutte le economie del mondo, fatta eccezione per quelle più grandi.
- I rischi inflazionistici legati ai contesti di politica monetaria (indipendentemente dal fatto che il tasso di cambio sia fisso o flessibile) sembrano anch'essi collegati in larga misura ai livelli di indebitamento interno. Molti governi hanno ceduto alla tentazione di liberarsi del debito interno tramite l'inflazione.

In secondo luogo, i *policy maker* devono prendere atto del fatto che di norma le crisi bancarie sono fenomeni protratti nel tempo. Alcuni episodi di crisi (come quelli del Giappone nel 1992 e della Spagna 1977) sono stati ulteriormente prolungati dalle autorità, che per molto tempo ne hanno negato l'esistenza. Nei periodi successivi alle crisi, la finanza pubblica risente fortemente della contrazione delle entrate statali e del crescente costo dei salvataggi. La nostra ampia copertura delle crisi

bancarie tuttavia ci insegna poco sull'argomento molto dibattuto dell'efficacia dei pacchetti di stimolo come soluzione per ridurre la durata delle crisi e attutire la caduta dell'economia conseguente allo svilupparsi di una crisi bancaria. Solo in rari casi le crisi bancarie precedenti la Seconda guerra mondiale sono state contrastate con politiche fiscali controcicliche. Nel periodo del dopoguerra le economie avanzate hanno vissuto solo pochissime crisi bancarie gravi. Prima del 2007 la risposta di politica economica ha incluso misure esplicite di stimolo solo nel caso della crisi giapponese. Nelle numerose crisi bancarie gravi che hanno colpito i mercati emergenti, i pacchetti di stimolo fiscale non sono mai stati all'ordine del giorno, perché i governi erano stati estromessi dall'accesso ai mercati internazionali dei capitali. Gli aumenti della spesa governativa registrati in questi episodi sono principalmente una conseguenza della spesa per i salvataggi e del forte aumento dei costi del servizio del debito. Trarre conclusioni sull'efficacia dei pacchetti di stimolo fiscale sulla base di un singolo episodio è pericoloso. Tuttavia, l'impennata del debito pubblico dopo una crisi è un fattore che è importante soppesare nel considerare fino a quale punto i governi sono disposti a spingersi per compensare le conseguenze negative della crisi sull'attività economica. Si tratta di un messaggio di particolare importanza per i paesi con una storia di intolleranza al debito, che possono incontrare difficoltà nel servizio del debito anche in presenza di livelli di indebitamento relativamente moderati.

In terzo luogo, la più importante lezione appresa in termini di condotta è che le autocongratulazioni premature possono portare alla compiacenza e a una retrocessione a un grado inferiore. Diverse crisi del debito che hanno implicato un default o un quasi default si sono verificate a ruota di un potenziamento del rating di un paese o della sua ammissione all'Ocse (per esempio, Messico, Corea, Turchia), oppure poco dopo un periodo in cui il paese in questione veniva considerato da tutti il bambino modello della comunità internazionale (per esempio Argentina alla fine degli anni novanta, prima del suo tracollo finanziario alla fine del 2001).

La versione più recente della sindrome del «questa volta è diverso»

Se si guarda alla recente crisi finanziaria, ci si rende conto di quanto fosse diffusa l'opinione secondo cui i debitori e i creditori avevano ormai imparato dai loro errori e che le crisi finanziarie non si sarebbero ripresentate per un periodo di tempo lunghissimo, almeno

nei mercati emergenti e nelle economie sviluppate. Grazie a politiche macroeconomiche meglio informate e a politiche creditizie più selettive, si è sostenuto, il mondo con ogni probabilità non avrebbe più assistito a una grande ondata di insolvenze. Nel periodo che ha preceduto la recente crisi finanziaria un motivo spesso citato come spiegazione del perché «questa volta è diverso» per i mercati emergenti è stato quello che i rispettivi governi facevano un maggiore affidamento per il proprio finanziamento sul debito interno.

Ma questo atteggiamento trionfalistico potrebbe essere prematuro. E sicuramente non tiene conto della storia dei paesi che si avviano all'economia di mercato. I flussi di capitale e i cicli di default esistono almeno già dal 1800, se non da prima in altre parti del globo. I motivi per cui dovrebbero scomparire entro breve tempo non sono assolutamente chiari.

Durante il periodo che ha preceduto la crisi più recente, una delle principali sindromi del «questa volta è diverso» è consistita, nel caso dei paesi ricchi, nella convinzione che le istituzioni monetarie moderne fossero infallibili. Le banche centrali si sono letteralmente innamorate delle rispettive versioni dell'obiettivo dell'inflazione, convinte come erano di avere trovato un modo per mantenere bassa l'inflazione e stabilizzare allo stesso tempo la produzione in modo ottimale. I successi da esse così ottenuti, sebbene fondati su alcuni effettivi progressi a livello istituzionale, come in particolare l'indipendenza delle banche centrali, sono stati sopravvalutati. Politiche che sembravano funzionare perfettamente nel corso di un periodo di boom generalizzato improvvisamente si sono rivelate del tutto inadeguate di fronte a una recessione molto grave. Per di più, gli investitori attivi sui mercati finanziari hanno fatto affidamento sul fatto che le banche centrali sarebbero intervenute a salvataggio nel caso in cui si fossero verificati dei problemi. La famosa «opzione Greenspan» (che trae il suo nome dal presidente della Federal Reserve Alan Greenspan) si basava sulla convinzione (empiricamente fondata) che la Banca centrale degli Stati Uniti si sarebbe astenuta dall'aumentare i tassi d'interesse di fronte a una forte impennata dei corsi dei titoli (senza pertanto provocare un'inversione), ma avrebbe invece reagito con decisione a ogni loro caduta tagliando il tasso d'interesse con l'obiettivo di spingerli nuovamente verso l'alto. I mercati quindi erano convinti che la Federal Reserve offrisse agli investitori una scommessa certa. Che la Federal Reserve avrebbe fatto ricorso a misure straordinarie dopo l'inizio di un crollo è stato ormai confermato dai fatti. Con il senno di poi, è chiaro che concentrarsi sul solo obiettivo dell'inflazione può essere giustificato solo in un contesto nel quale gli altri enti di controllo siano in grado di garantire che la

leva finanziaria (indebitamento) non diventi eccessiva.

La storia ci insegna quindi che anche in presenza di un miglioramento delle istituzioni e delle misure di politica economica ci sarà sempre la tentazione di oltrepassare i limiti. Così come una persona può fallire, indipendentemente da quanto ricca fosse in precedenza, anche un sistema finanziario può crollare sotto la pressione dell'avidità, della politica e della sete di profitto, indipendentemente da quanto possa sembrare ben regolato.

La tecnologia è cambiata, così come sono cambiati la statura media e i costumi degli esseri umani. Ma la capacità dei governi e degli investitori di ingannare se stessi, dando luogo ad attacchi di euforia che di norma finiscono in lacrime, sembra essere rimasta sempre la stessa. Nessun lettore attento di Friedman e Schwartz rimarrà sorpreso da questa lezione sulla capacità dei governi di gestire in maniera errata i mercati finanziari, un tema chiave delle loro analisi.<sup>8</sup> E in tema di mercati finanziari, Kindleberger ha saggiamente intitolato il primo capitolo del suo libro sulle crisi finanziarie, ormai un classico, «Crisi finanziarie: una pianta sempre verde».<sup>9</sup>

Abbiamo chiuso il cerchio tornando al concetto della vulnerabilità finanziaria delle economie con un enorme livello di indebitamento. I periodi di forte indebitamento si verificano il più delle volte durante una bolla e possono durare sorprendentemente a lungo. Ma le economie con un'alta leva finanziaria, in particolare quelle in cui il continuo rinnovo del debito a breve termine è basato solo sulla fiducia in *assets* sottostanti relativamente illiquidi, difficilmente riescono a sopravvivere in eterno, soprattutto se la leva continua a crescere indisturbata. Questa volta può sembrare diverso, ma troppo spesso uno sguardo più attento rivela che non lo è. L'aspetto incoraggiante è che la storia ci insegna quali segnali d'allarme i *policy maker* possono prendere in considerazione per valutare i rischi – a condizione però che non si inebriano troppo del successo alimentato dalla bolla del credito e che, a differenza di quanto hanno fatto i loro predecessori per secoli, non dicano che «questa volta è diverso».

## APPENDICI STATISTICHE

---

**APPENDICE A.1**  
Serie temporali macroeconomiche

---

Questa appendice riporta le serie temporali macroeconomiche utilizzate; un'appendice separata (appendice A.2) è dedicata al database sul debito pubblico.

## Abbreviazioni di fonti e termini ricorrenti

Altre fonti sono elencate nelle tabelle che seguono.

**BNB** Banque Nationale de Belgique  
**Diaz** et al. (2005)  
**ESFDP** European State Finance Database  
**FDIC** Banca mondiale, Global Development Finance (vari numeri)  
**GF** Global Financial Data  
**GHID** Global Price and Income History Group  
**FSI** Fondo monetario internazionale, International Financial Statistics (vari numeri)  
**II** Institutional Investor  
**IISH** International Institute of Social History  
**KRM** Minsky, Reinhart e Végh (2003)  
**Madison** (2004)  
**Mitchell** (2003a, 2003b)  
**Oxford** Oxford Latin American Economic History Database  
**PNL** Pilotta nazionale netto  
**RNL** Pilotta nazionale lordo  
**RR** Reinhart e Rogoff (anni come indicati)  
**TED** The Economy Database  
**UM** Unità di moneta locale  
**WEO** Fondo monetario internazionale, World Economic Outlook (vari numeri)

---

**TABELLA A.1.1**

Prezzi, indici dei prezzi al consumo e del costo della vita (se non diversamente specificato)

---

| <b>Paesi e fonti</b> |           |                                        |                   |
|----------------------|-----------|----------------------------------------|-------------------|
| Algeria              | 1869–1884 | Hoffman et al. (2002) Prezzi del grano |                   |
|                      | 1938–2007 | GFD, WEO                               |                   |
| Angola               | 1914–1962 | MIT                                    |                   |
|                      | 1991–2007 | WEO                                    |                   |
| Argentina            | 1775–1812 | Garner (2007)                          | Solo Buenos Aires |
|                      | 1864–1940 | Williamson (1999)                      |                   |
|                      | 1884–1913 | Flandreau e Zumer (2004)               |                   |
|                      | 1900–2000 | OXF                                    |                   |
|                      | 1913–2000 | DIA                                    |                   |

|                |           |                                          |                                         |
|----------------|-----------|------------------------------------------|-----------------------------------------|
| Australia      | 1913–2007 | GFD, WEO                                 |                                         |
|                | 1818–1850 | Butlin (1962)<br>Vamplew (1987)<br>GPIHG | Nuovo Galles,<br>prezzi dei prodotti    |
|                | 1850–1983 | Shergold (1987),<br>GPIHG                |                                         |
| Austria        | 1861–2007 | GFD, WEO                                 |                                         |
|                | 1440–1800 | Allen (2001)                             |                                         |
|                | 1800–1914 | Hoffman et al. (2002)                    |                                         |
|                | 1880–1913 | Flandreau e Zumer<br>(2004)              |                                         |
| Belgio         | 1919–2007 | GFD, WEO                                 |                                         |
|                | 1462–1913 | Allen (2001)                             | Anversa                                 |
|                | 1835–2007 | GFD, WEO                                 |                                         |
| Bolivia        | 1936–2007 | GFD, WEO                                 |                                         |
| Brasile        | 1763–1820 | Garner (n.d.)                            | Solo Rio de Janeiro                     |
|                | 1830–1937 | Williamson (1999)                        | Solo Rio de Janeiro                     |
|                | 1861–2000 | DIA                                      |                                         |
| Canada         | 1912–2007 | GFD, WEO                                 |                                         |
|                | 1867–1975 | Statistic Canada<br>(StatCan)            |                                         |
| Cile           | 1910–2007 | GFD, WEO                                 |                                         |
|                | 1754–1806 | Garner (2007)                            | Solo Santiago                           |
|                | 1810–2000 | DIA                                      |                                         |
|                | 1900–2000 | OXF                                      |                                         |
| Cina           | 1913–2007 | GFD, WEO                                 |                                         |
|                | 1644–2000 | Lu e Peng (2006)                         | Prezzi del riso                         |
|                | 1867–1935 | Hsu                                      | Prezzi all'ingrosso                     |
|                | 1926–1948 | GFD, WEO                                 |                                         |
| Colombia       | 1978–2007 |                                          |                                         |
|                | 1863–1940 | Williamson (1999)                        |                                         |
|                | 1900–2000 | GFD, WEO                                 |                                         |
|                | 1923–2007 | GFD                                      |                                         |
| Corea          | 1690–1909 | Jun e Lewis (2002)                       | Prezzo del riso in<br>Corea meridionale |
|                | 1906–1939 | Williamson (2000b)                       |                                         |
|                | 1948–2007 | GFD, WEO                                 |                                         |
| Costa Rica     | 1937–2007 | GFD, WEO                                 |                                         |
| Costa d'Avorio | 1951–2007 | GFD, WEO                                 |                                         |
| Danimarca      | 1859–1941 | 1748–1800                                | Hoffman et al. (2002)                   |
|                | 1913–2007 | 1815–2007                                | gfd, weo                                |
| Ecuador        | 1915–1999 | 1939–2007                                | gfd, weo                                |
| Egitto         | 1937–2000 | Williamson (2000a)                       |                                         |
|                | 1980–2007 | GFD, WEO                                 |                                         |
|                | 1860–2001 | GFD                                      |                                         |
| El Salvador    |           | OXD                                      |                                         |
|                | 1980–2007 | WEO                                      |                                         |
| Finlandia      | 1899–1940 | Finnish Historical                       |                                         |
|                | 1937–2007 | National Accounts                        |                                         |
|                | 1431–1786 | WEO                                      |                                         |
| Filippine      | 1840–1913 | Williamson (2006b)                       |                                         |
|                | 1807–1935 | GFD, WEO                                 |                                         |
| Francia        | 1840–2007 | Allen (2001)                             |                                         |
|                | 1427–1765 |                                          |                                         |



|                 |           |                        |                          |
|-----------------|-----------|------------------------|--------------------------|
|                 | 1637–1855 | Dick e Floyd (1997)    | Prezzi al dettaglio      |
|                 | 1820–2007 | GFD, WEO               |                          |
| Germania        | 1600–1650 | Allen (2001)           | Monaco                   |
|                 | 1818–1871 | Hoffman et al. (2002)  | Prezzo del grano         |
|                 | 1860–1935 | GFD, WEO               |                          |
| Giappone        | 1900–2007 | Kimura (1987)          | Prezzo del grano, Osaka  |
|                 | 1833–1938 | Bassino e Ma (2005)    | Prezzo del grano, Osaka  |
|                 | 1922–2007 | Williamson (2000b)     |                          |
|                 | 1949–2007 | GFD, WEO               |                          |
| Grecia          | 1938–2000 | Kostelenos et al.      | Deflatore del Pil (2007) |
|                 | 1980–2007 | GFD, WEO               |                          |
| Ghana           | 1938–2000 | GFD, WEO               |                          |
| Guatemala       | 1980–2007 | OXD                    |                          |
|                 | 1866–2000 | WEO                    |                          |
| Honduras        | 1873–1939 | OXD                    |                          |
|                 | 1913–2007 | WEO                    |                          |
| India           | 1820–1940 | DIA                    |                          |
|                 | 1948–2007 | Williamson (2000b)     |                          |
|                 | 1548–1645 | GFD, WEO               |                          |
| Indonesia       | 1734–1806 | Williamson (2000b)     |                          |
|                 | 1701–1860 | GFD, WEO               |                          |
| Italia          | 1861–2007 | Allen (2001)           | Napoli                   |
|                 |           | deMaddalena (1974)     | Prezzo del grano, Milano |
|                 |           | GFD, WEO               |                          |
| Kenya           |           |                        |                          |
| Malaysia        | 1947–2007 | GFD, WEO               |                          |
| Marocco         | 1948–2007 | GFD, WEO               |                          |
| Mauritius       | 1939–2007 | GFD, WEO               |                          |
| Mauritius       | 1946–2007 | GFD, WEO               |                          |
| Messico         | 1786–1821 | Garner (2007)          | Zacatecas                |
|                 | 1877–1940 | Williamson (1999)      |                          |
|                 | 1918–2007 | GFD, WEO               |                          |
| Myanmar (Burma) | 1870–1940 | Williamson (2000b)     |                          |
|                 | 1939–2007 | GFD, WEO               |                          |
| Nicaragua       | 1937–2007 | GFD, WEO               |                          |
| Nigeria         | 1953–2007 | GFD, WEO               |                          |
| Norvegia        | 1516–2005 | Grytten (2008)         |                          |
|                 | 1980–2007 | WEO                    |                          |
| Nuova Zelanda   | 1857–2004 | Statistics New Zealand |                          |
|                 | 1980–2007 | WEO                    |                          |
| Paesi Bassi     | 1500–1800 | Van Zanden (2005)      |                          |
|                 | 1800–1913 | Van Riel (2009)        |                          |
|                 | 1880–2007 | GFD, WEO               |                          |
| Panama          | 1939–2000 | OXD                    |                          |
|                 | 1980–2007 | WEO                    |                          |
| Paraguay        | 1938–2007 | GFD, WEO               |                          |
|                 | 1750–1816 | Garner (2007)          |                          |
| Perù            | 1790–1841 | Garner (2007)          |                          |
|                 | 1800–1873 | DIA                    |                          |
|                 | 1913–2000 |                        |                          |

|                          |           |                          |                                                            |
|--------------------------|-----------|--------------------------|------------------------------------------------------------|
| Polonia                  | 1980–2007 | WEO                      |                                                            |
|                          | 1701–1815 | Hoffman et al. (2002)    | Prezzi dell'avena, Varsavia                                |
|                          | 1816–1914 | Allen (2001)             | Varsavia                                                   |
| Portogallo               | 1921–1939 | GFD, WEO                 |                                                            |
|                          | 1983–2007 |                          |                                                            |
|                          | 1728–1893 | Hoffman et al. (2002)    |                                                            |
| Regno Unito              | 1881–1997 | Bordo et al. (2001)      |                                                            |
|                          | 1980–2007 | WEO                      |                                                            |
|                          | 1450–1999 | Van Zanden (2002)        |                                                            |
| Repubblica Centrafricana | 1781–2007 | GFD, WEO                 |                                                            |
|                          | 1956–1993 | MIT                      |                                                            |
|                          | 1980–2007 | WEO                      |                                                            |
| Romania                  | 1779–1831 | Hoffman et al. (2002)    | Prezzi del grano, Valacchia                                |
| Russia                   | 1971–2007 | WEO                      |                                                            |
|                          | 1853–1910 | Borodkin (2001)          | Prezzi del grano e della farina di segale, San Pietroburgo |
|                          | 1880–1913 | Flandreau e Zumer (2004) |                                                            |
| Singapore                | 1917–1924 | GFD, WEO                 |                                                            |
|                          | 1927–1940 |                          |                                                            |
|                          | 1944–1972 |                          |                                                            |
| Spagna                   | 1991–2007 |                          |                                                            |
|                          | 1948–2007 | GFD, WEO                 |                                                            |
|                          | 1500–1650 | Hamilton (1969)          | Valencia                                                   |
| Sri Lanka                | 1651–1800 |                          | Prezzi del grano, delle uova e della tela di lino          |
|                          | 1800–2000 | Hoffman et al. (2002)    |                                                            |
|                          | 1980–2000 |                          |                                                            |
| Stati Uniti              | 1939–2007 | GFD, WEO                 |                                                            |
|                          | 1720–1789 | Carter et al. (2006)     | Prezzi all'ingrosso                                        |
|                          | 1774–2003 | Carter et al. (2006)     |                                                            |
| Sud Africa               | 1980–2007 | WEO                      |                                                            |
|                          | 1895–2007 | GFD, WEO                 |                                                            |
|                          | 1732–1800 | Hoffman et al. (2002)    |                                                            |
| Svezia                   | 1800–2000 | Edvinsson (2001)         |                                                            |
|                          | 1980–2007 | WEO                      |                                                            |
|                          | 1897–1939 | Williamson (2000b)       |                                                            |
| Taiwan                   | 1980–2007 | WEO                      |                                                            |
|                          | 1820–1941 | Williamson (2000b)       |                                                            |
|                          | 1948–2007 | GFD, WEO                 |                                                            |
| Tunisia                  | 1939–2007 | GFD, WEO                 |                                                            |
| Turchia                  | 1469–1914 | Pamuk (2005)             | Istanbul                                                   |
|                          | 1854–1941 | Williamson (2000a)       |                                                            |
|                          | 1922–2007 | GFD, WEO                 |                                                            |
| Ungheria                 | 1923–2007 | GFD, WEO                 |                                                            |
| Uruguay                  | 1870–1940 | Williamson (1999)        |                                                            |
|                          | 1929–2000 | OXF                      |                                                            |
|                          | 1980–2007 | WEO                      |                                                            |

|           |           |                 |
|-----------|-----------|-----------------|
| Venezuela | 1830–2002 | Baptista (2006) |
|           | 1914–2007 | GFD, WEO        |
| Zambia    | 1938–2007 | GFD, WEO        |
| Zimbabwe  | 1920–1970 | MIT             |
|           | 1930–2007 | GFD, WEO        |

TABELLA A.1.2

Tassi di cambio nominali moderni

(unità di moneta domestica per dollaro Usa e altre valute indicate)

| Paesi e tassi di cambio rilevanti |           |                                    |
|-----------------------------------|-----------|------------------------------------|
| Algeria                           | 1831–2007 | GFD, IFS                           |
|                                   |           | Franco francese, euro              |
| Angola                            | 1921–2007 | GFD, IFS                           |
| Argentina                         | 1880–1913 | Flandereau e Zumer (2004)          |
|                                   | 1885–2007 | GFD, IFS                           |
| Australia                         | 1835–2007 | GFD, IFS                           |
| Austria                           | 1814–2007 | GFD, IFS                           |
|                                   |           | Sterlina britannica, Marco tedesco |
| Belgio                            | 1830–2007 | GFD, IFS                           |
| Bolivia                           | 1863–2007 | GFD, IFS                           |
| Brasile                           | 1812–2007 | GFD, IFS                           |
| Canada                            | 1858–2007 | GFD, IFS                           |
| Cile                              | 1830–1995 | Braun et al. (2000)                |
|                                   | 1878–2007 | GFD, IFS                           |
| Cina                              | 1848–2007 | GFD, IFS                           |
| Colombia                          | 1900–2000 | OXF                                |
|                                   | 1919–2007 | GDF, IFS                           |
| Corea                             | 1905–2007 | GFD, IFS                           |
| Costa Rica                        | 1921–2007 | GDF, IFS                           |
| Danimarca                         | 1864–2007 | GDF, IFS                           |
|                                   |           | Sterlina britannica, Marco tedesco |
| Ecuador                           | 1898–2000 | Oxf, Pick (vari anni)              |
|                                   | 1980–2007 | IFS                                |
| Egitto                            | 1869–2007 | GFD, IFS                           |
| El Salvador                       | 1870–2007 | GFD, IFS                           |
| Filippine                         | 1893–2007 | GFD, IFS                           |
| Finlandia                         | 1900–2007 | GFD, IFS                           |
| Francia                           | 1619–1810 | ESFDB, Couse of the Exchange       |
|                                   |           | GFD, IFS                           |
|                                   |           | Sterlina britannica, Marco tedesco |
| Giappone                          | 1862–2007 | GFD, IFS                           |
| Germania                          | 1698–1810 | ESFDB, Couse of the Exchange       |
|                                   | 1800–2007 | GFD, IFS                           |
| Grecia                            | 1872–1939 | Lazaretou (2005)                   |
|                                   |           | Sterlina britannica, Marco tedesco |
|                                   | 1901–2007 | GFD, IFS                           |
| Guatemala                         | 1900–2007 | GFD, IFS                           |
| Honduras                          | 1870–2007 | GFD, IFS                           |
| India                             | 1823–2007 | GFD, IFS                           |
|                                   |           | Sterlina britannica                |

|                             |           |                                 |                                         |
|-----------------------------|-----------|---------------------------------|-----------------------------------------|
| Indonesia                   | 1876–2007 | GFD, IFS                        | Fiorino olandese                        |
| Italia                      |           | GFD, IFS                        | Sterlina britannica,<br>Marco tedesco   |
| Kenya                       | 1898–2007 | GFD, IFS                        | Sterlina britannica                     |
| Malaysia                    | 1900–2007 | GFD, IFS                        | Sterlina britannica                     |
| Marocco                     | 1897–2007 | GFD, IFS                        | Franco francese,<br>euro                |
| Mauritius                   | 1900–2007 | GFD, IFS                        | Sterlina britannica                     |
| Mexico                      | 1814–2007 | GFD, IFS                        | Sterlina britannica,<br>Franco francese |
|                             | 1823–1999 | GFD, IFS                        |                                         |
| Myanmar (Burma)             | 1900–2007 | GFD, IFS                        | Sterlina britannica                     |
| Nicaragua                   | 1912–2007 | GFD, IFS                        | Sterlina britannica                     |
| Nigeria                     | 1900–2007 | GFD, IFS                        | Sterlina britannica                     |
| Norvegia                    | 1819–2007 | GFD, IFS                        | Corona svedese,<br>Marco tedesco        |
| Nuova Zelanda               | 1892–2007 | GFD, IFS                        | Sterlina britannica                     |
| Paesi Bassi                 | 1698–1810 | ESFDB, Couse of the<br>Exchange | Sterlina britannica                     |
|                             | 1792–2007 | GFD, IFS                        | Marco tedesco                           |
| Panama                      | 1900–2007 | GFD, IFS                        |                                         |
| Paraguay                    | 1900–2000 | OXD                             | Peso argentino                          |
|                             | 1980–2007 | IFS                             |                                         |
| Perù                        | 1883–2007 | GFD, IFS                        | Sterlina britannica                     |
| Polonia                     | 1916–2007 | GFD, IFS                        |                                         |
| Portogallo                  | 1750–1865 | Couse of the<br>Exchange        | Fiorino olandese                        |
|                             | 1794–2007 | GFD, IFS                        | Sterlina britannica;<br>Marco tedesco   |
| Regno Unito                 | 1619–1810 | ESFDB, Couse of the<br>Exchange | Franco francese                         |
|                             | 1660–2007 | GFD, IFS                        |                                         |
| Repubblica<br>Centrafricana | 1900–2007 | GFD, IFS                        | Franco francese                         |
| Repubblica<br>Dominicana    | 1905–2007 | GDF, IFS                        |                                         |
| Romania                     | 1814–2007 | GFD                             |                                         |
|                             | 1900–2000 | OXF, IFS                        |                                         |
|                             | 1921–2007 | GDF, IFS                        |                                         |
| Singapore                   | 1834–2007 | GFD, IFS                        | Sterlina britannica                     |
| Spagna                      | 1814–2007 | GFD, IFS                        | Marco tedesco                           |
| Sud Africa                  | 1900–2007 | GFD, IFS                        | Sterlina britannica                     |
| Svezia                      | 1814–2007 | GDF, IFS                        | Sterlina britannica,<br>Marco tedesco   |
| Stati Uniti                 | 1660–2007 | GFD, IFS                        | Sterlina britannica,                    |
| Taiwan                      | 1895–2007 | GDF; IFS                        | Yen giapponese                          |
| Thailandia (Siam)           | 1859–2007 | GFD, IFS                        | Sterlina britannica                     |
| Tunisia                     | 1900–2007 | GFD, IFS                        | Franco francese                         |
| Turchia                     | 1859–2007 | GFD, IFS                        | Sterlina britannica                     |
| Uruguay                     | 1900–2007 | GFD, IFS                        | Sterlina britannica                     |
| Venezuela                   | 1900–2007 | GFD, IFS                        | Sterlina britannica                     |
| Zambia                      | 1900–2007 | GFD, IFS                        | Sterlina britannica                     |
| Zimbabwe                    | 1900–2007 | GFD, IFS                        | Sterlina britannica                     |

TABELLA A.1.3

Tassi di cambio basati sull'argento (unità di moneta domestica per penny britannici)

| Paese, commenti |                                            |
|-----------------|--------------------------------------------|
| Austria         | Allen e Unger (2004)                       |
| Belgio          | Korthals Altes (1996)                      |
| Francia         | Allen e Unger (2004)                       |
| Germania        | Allen e Unger (2004)                       |
| Italia          | Malanima (n.d.)                            |
| Paesi Bassi     | Allen e Unger (2004),<br>Van Zanden (2005) |
| Portogallo      | Godinho (1955)                             |
| Regno Unito     | Lindert e Mironov (n.d.)                   |
| Spagna          | Allen e Unger (2004)                       |
| Svezia          | Söderberg (2004)                           |
| Turchia         | Ozmucur e Pamuk (2002)                     |

TABELLA A.1.4

Contenuto in argento delle monete

| Paese, commenti |                                                                      |
|-----------------|----------------------------------------------------------------------|
| Austria         | 1371-1860 Allen e Unger (2004) Kreuzer, Vienna                       |
| Belgio          | 1349-1801 Korthals Altes (1996) Hoet                                 |
| Francia         | 1258-1789 Allen (2001), Allen e Lira di Tours<br>Unger (2004)        |
| Germania        | 1350-1798 Allen (2001), Allen e Pfennig, Francoforte<br>Unger (2004) |
|                 | 1417-1830 Allen (2001), Allen e Pfennig, Augusta<br>Unger (2004)     |
| Italia          | 1289-1858 Malanima (n.d.) Lira fiorentina                            |
| Paesi Bassi     | 1366-1575 Allen e Unger (2004) Grote fiammingo                       |
|                 | 1450-1800 Van Zanden (2005) Fiorino                                  |
| Portogallo      | 1750-1855 Godinho (1955) Reis                                        |
| Regno Unito     | 1261-1918 Allen e Unger (2004) Penny                                 |
| Russia          | 1761-1840 Lindert e Mironov Rublo comune<br>(n.d.)                   |
|                 | 1761-1815 Assegnatzia                                                |
| Spagna          | 1351-1650 Allen e Unger (2004) Dinaro, Valencia                      |
|                 | 1501-1800 Maravedi di Vellon, Nuova Castiglia                        |
|                 | 1630-1809 Allen e Unger (2004) Real                                  |
| Stati Uniti     | 1800-1979 Allen e Unger (2004) Dollaro                               |
| Svezia          | 1523-1573 Söderberg (2004) Mark ortug                                |
| Turchia         | 1555-1914 Ozmucur e Pamuk Akche<br>(2002)                            |

TABELLA A.1.5

Indici del prodotto nazionale lordo e della produzione nominali e reali

(unità monetarie domestiche)

| Paesi          |           |                                                                       |                                                  |              |
|----------------|-----------|-----------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------|--------------|
| Algeria        | 1950-2007 | GFD, WEO, IFS                                                         |                                                  |              |
| Angola         | 1962-2007 | GFD, WEO, IFS                                                         |                                                  |              |
| Argentina      | 1884-1913 | Flandreau e Zumer (2004)                                              | Nominale                                         |              |
|                | 1875-2000 | DIA                                                                   | Indice della produzione (1995 = 100)             | della totale |
|                | 1900-2000 | OXF                                                                   | Reale (base = 1970)                              |              |
| Australia      | 1900-2007 | GFD, WEO                                                              |                                                  |              |
|                | 1798-2007 | GFD, WEO                                                              | Nominale                                         |              |
|                | 1820-2000 | DIA                                                                   | Indice della produzione (1995 = 100)             | della totale |
| Belgio         | 1835-2007 | BNB, Centre d'études économiques de la Katholieke Universiteit Leuven | Nominale                                         |              |
| Bolivia        |           |                                                                       |                                                  |              |
| Brasile        | 1850-2000 | GFD, WEO<br>DIA                                                       | Nominale<br>Indice della produzione (1995 = 100) | della totale |
|                | 1900-2000 | OXF                                                                   | (Base = 1970)                                    |              |
| Canada         |           |                                                                       |                                                  |              |
| Cile           | 1810-2000 | DIA                                                                   | Indice della produzione totale (1995 = 100)      |              |
| Cina (NNP)     | 1810-2000 | GFD                                                                   |                                                  |              |
| Colombia       | 1900-2000 | OXF                                                                   | Reale (base = 1970)                              |              |
|                | 1925-1999 | GFD                                                                   |                                                  |              |
| Corea          | 1911-1940 | Cha e Kim (2006)                                                      | Migliaia di yen, calcolato anche il Rnl          |              |
| Rnl            | 1953-1999 | GFD                                                                   |                                                  |              |
| Costa d'Avorio |           |                                                                       |                                                  |              |
| Costa Rica     | 1947-1999 | GFD                                                                   |                                                  |              |
| Danimarca      | 1818-1975 | Nordic Historical National Accounts                                   |                                                  |              |
| Egitto         | 1886-1945 |                                                                       |                                                  |              |
|                | 1952-2007 |                                                                       |                                                  |              |
|                | 1821-1859 |                                                                       |                                                  |              |
| Filippine      | 1910-1970 |                                                                       |                                                  |              |
|                | 1946-1997 |                                                                       |                                                  |              |
| Finlandia      | 1860-2001 |                                                                       |                                                  |              |
| Grecia         | 1833-1939 | Kostelenos et al. (2007)                                              |                                                  |              |
|                | 1880-1913 | Flandreau and Zumer (2004)                                            |                                                  |              |
| Rnl            | 1927-1999 | GFD                                                                   |                                                  |              |
|                | 1948-1999 | GFD                                                                   |                                                  |              |
| India          | 1900-1921 | GFD                                                                   |                                                  |              |
|                | 1948-2007 | GFD, WEO                                                              |                                                  |              |
|                | 1861-1899 | Brahmananda (2001)                                                    | Reale, pro capite                                |              |
|                | 1820-2000 | DIA                                                                   | Indice della                                     |              |

|                   |           |                                         | produzione<br>(1995 = 100)                                                  | totale |
|-------------------|-----------|-----------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------|--------|
| Indonesia         | 1815–1913 | Van Zanden (2006)                       |                                                                             |        |
|                   | 1910–1970 | Java<br>Bassino e Van der<br>Eng (2006) |                                                                             |        |
|                   | 1921–1939 | GFD                                     |                                                                             |        |
|                   | 1951–1999 | GFD                                     |                                                                             |        |
|                   | 1911–1938 | GFD                                     |                                                                             |        |
|                   | 1953–1999 | GFD                                     |                                                                             |        |
| Malaysia          | 1910–1970 | Bassino e Van der<br>Eng (2006)         |                                                                             |        |
|                   | 1949–1999 | GFD                                     |                                                                             |        |
| Messico           | 1820–2000 | DIA                                     | Indice<br>della<br>produzione<br>totale (1995 = 100)<br>Reale (base = 1970) |        |
|                   | 1900–2000 | OXF                                     |                                                                             |        |
|                   | 1900–2000 | OXF                                     |                                                                             |        |
|                   | 1925–1999 | GFD                                     |                                                                             |        |
|                   | 1913–1970 | Bassino e Van der<br>Eng (2006)         |                                                                             |        |
| Myanmar (Burma)   | 1950–1999 | GFD                                     |                                                                             |        |
|                   | 1830–2003 | Grytten (2008)                          |                                                                             |        |
| Norvegia          | 1800–1913 | National Accounts of<br>the Netherlands | Reale (base = 1970)                                                         |        |
| Paesi Bassi       | 1900–2000 | OXF                                     | Nominale                                                                    |        |
| Perù              | 1900–2000 | OXF                                     |                                                                             |        |
|                   | 1942–1999 | GFD                                     | Rnl                                                                         |        |
|                   | 1830–1999 | GFD                                     |                                                                             |        |
| Regno Unito       | 1948–1999 | GFD                                     | Nominale                                                                    |        |
|                   | 1885–1913 | Flandreau e Zumer<br>(2004)             |                                                                             |        |
| Russia            | 1928–1940 | GFD                                     |                                                                             |        |
| Rnl               | 1945–1995 | GFD                                     |                                                                             |        |
|                   | 1979–1997 | GFD                                     | Produzione                                                                  |        |
|                   | 1992–1999 | GFD                                     |                                                                             |        |
|                   | 1911–1999 | GFD                                     |                                                                             |        |
| Sud Africa        | 1900–1970 | Bassino e Van der<br>Eng (2006)         | Reale, pro capite                                                           |        |
| Sri Lanka         | 1720–2000 | Edvinsson (2002)                        |                                                                             |        |
| Svezia            | 1790–2002 | Carter et al. (2006)                    |                                                                             |        |
| Stati Uniti       | 1948–1999 | GFD                                     |                                                                             |        |
|                   | 1946–2007 | GFD, WEO                                |                                                                             |        |
| Thailandia (Siam) | 1910–1970 | Bassino e Van der<br>Eng (2006)         |                                                                             |        |
|                   | 1910–1970 | Bassino e Van der<br>Eng (2006)         | Nominale                                                                    |        |
| Taiwan            | 1923–2005 | GFD                                     |                                                                             |        |
| Turchia           | 1950–1999 | GFD                                     |                                                                             |        |
|                   | 1935–1999 | GFD                                     |                                                                             |        |
| Uruguay           | 1955–2000 | OXF                                     | Reale (base = 1970)                                                         |        |
|                   | 1900–2000 | OXF                                     |                                                                             |        |
| Rnl               | 1955–1999 | GFD                                     |                                                                             |        |
| Venezuela         | 1830–2002 | Baptista (2006)                         |                                                                             |        |

|           |          |                     |
|-----------|----------|---------------------|
| 1900–2000 | OXF      | Reale (base = 1970) |
| 1950–2007 | GFD, WEO |                     |

TABELLA A.1.6

Prodotto nazionale lordo (parità di potere di acquisto in dollari costanti)

| Paesi       | Periodo   | Fonte      | Base                     |
|-------------|-----------|------------|--------------------------|
| Algeria     | 1950–2005 | MAD, TED   |                          |
|             | 1820–2005 | RR (2008a) | Interpolazione 1821–1949 |
| Angola      | 1950–2005 | MAD, TED   |                          |
| Argentina   | 1875–2000 | DIA        | Base = 1996              |
|             | 1900–2005 | MAD, TED   |                          |
|             | 1870–2005 | RR (2008a) | Interpolazione 1871–1899 |
| Australia   | 1820–2006 | MAD, TED   |                          |
| Austria     | 1870–2006 | MAD, TED   | Interpolazione 1821–1869 |
|             | 1820–2006 | RR (2008a) |                          |
| Belgio      | 1846–2006 | MAD, TED   |                          |
|             | 1820–2006 | RR (2008a) | Interpolazione 1821–1845 |
| Bolivia     | 1945–2005 | MAD, TED   |                          |
|             | 1936–2005 | RR (2008a) | Interpolazione 1936–1944 |
| Brasile     | 1820–2000 | DIA        | Base = 1996              |
|             | 1870–2005 | MAD, TED   |                          |
|             | 1820–2005 | RR (2008a) | Interpolazione 1821–1869 |
| Canada      | 1870–2006 | MAD, TED   |                          |
|             | 1820–2006 | RR (2008a) | Interpolazione 1821–1869 |
| Cile        | 1810–2000 | DIA        | Base = 1996              |
|             | 1820–2005 | MAD, TED   |                          |
| Cina        | 1929–1938 | MAD, TED   |                          |
|             | 1950–2006 |            |                          |
| Colombia    | 1900–2005 | MAD, TED   |                          |
| Corea       | 1911–2006 | MAD, TED   |                          |
|             | 1820–2006 | RR (2008a) | Interpolazione 1821–1910 |
| Costa Rica  | 1920–2005 | MAD, TED   |                          |
| Danimarca   | 1820–2006 | MAD, TED   |                          |
| Ecuador     | 1939–2005 | MAD, TED   |                          |
|             | 1900–2000 | OXF        | Base = 1970              |
|             | 1900–2005 | RR (2008a) | Interpolazione 1900–1938 |
| Egitto      | 1950–2005 | MAD, TED   |                          |
|             | 1820–2005 | RR (2008a) | Interpolazione 1821–1949 |
| El Salvador | 1900–2000 | OXF        | Base = 1970              |
| Filippine   | 1902–2005 | MAD, TED   |                          |
|             | 1870–2005 | RR (2008a) | Interpolazione 1871–     |



|                             |                                     |                            |                              |
|-----------------------------|-------------------------------------|----------------------------|------------------------------|
|                             |                                     |                            | 1901                         |
| Finlandia                   | 1860–2006<br>1820–2006              | MAD, TED<br>RR (2008a)     | Interpolazione 1821–<br>1859 |
| Francia                     | 1820–2006                           | MAD, TED                   |                              |
| Giappone                    | 1870–2006<br>1820–2006              | MAD, TED<br>RR (2008a)     | Interpolazione 1821–<br>1869 |
| Germania                    | 1850–2006                           | MAD, TED                   |                              |
| Grecia                      | 1820–2006                           | RR (2008a)                 | Interpolazione 1821–<br>1849 |
| Guatemala                   | 1921–2006<br>1820–2006              | MAD, TED<br>RR (2008a)     | Interpolazione 1821–<br>1920 |
|                             | 1920–2005                           | MAD, TED                   |                              |
| Honduras                    | 1920–2005                           | MAD, TED                   |                              |
| India                       | 1884–2006<br>1820–2006              | MAD, TED<br>RR (2008a)     | Interpolazione 1821–<br>1883 |
| Indonesia                   | 1870–2005<br>1820–2005              | MAD, TED<br>RR (2008a)     | Interpolazione 1821–<br>1869 |
| Kenya                       | 1950–2005                           | MAD, TED                   |                              |
| Malaysia                    | 1911–2005<br>1820–2006              | MAD, TED<br>RR (2008a)     | Interpolazione 1821–<br>1910 |
| Marocco                     | 1950–2005<br>1820–2005              | MAD, TED<br>RR (2008a)     | Interpolazione 1821–<br>1949 |
| Mauritius                   | 1950–2005                           | MAD, TED                   |                              |
| Messico                     | 1900–2006<br>1820–2006              | MAD, TED<br>RR (2008a)     | Interpolazione 1821–<br>1899 |
| Myanmar (Burma)             | 1950–2005<br>1820–2005              | MAD, TED<br>RR (2008a)     | Interpolazione 1821–<br>1949 |
| Panama                      | 1945–2005<br>1939–2005              | MAD, TED<br>RR (2008a)     | Interpolazione 1939–<br>1944 |
| Paraguay                    | 1939–2005                           | MAD, TED                   |                              |
| Perù                        | 1895–2005                           | MAD, TED                   |                              |
| Polonia                     | 1929–1938<br>1950–2006<br>1870–2005 | MAD, TED<br><br>RR (2008a) | Interpolazione 1871–<br>1928 |
| Portogallo                  | 1865–2006<br>1820–2006              | MAD, TED<br>RR (2008a)     | Interpolazione 1821–<br>1864 |
| Regno Unito                 | 1830–2006<br>1820–2006              | MAD, TED<br>RR (2008a)     | Interpolazione 1821–<br>1829 |
| Repubblica<br>Centrafricana | 1950–2003                           | MAD                        |                              |
| Repubblica                  | 1950–2005                           | MAD, TED                   |                              |

|                   |                        |                        |                          |
|-------------------|------------------------|------------------------|--------------------------|
| Dominicana        | 1942–2005              | RR (2008a)             | Interpolazione 1942–1949 |
| Romania           | 1926–1938<br>1950–2006 | MAD, TED               |                          |
| Russia            | 1928–2006              | MAD, TED               |                          |
| Singapore         | 1950–2005<br>1820–2005 | MAD, TED<br>RR (2008a) | Interpolazione 1821–1949 |
| Spagna            | 1850–2006<br>1820–2005 | MAD, TED<br>RR (2008a) | Interpolazione 1821–1849 |
| Sud Africa        | 1950–2005<br>1905–2005 | MAD, TED<br>RR (2008a) | Interpolazione 1905–1949 |
| Stati Uniti       | 1870–2006<br>1820–2006 | MAD, TED<br>RR (2008a) | Interpolazione 1821–1869 |
| Svezia            | 1820–2006              | MAD, TED               |                          |
| Thailandia (Siam) | 1950–2005<br>1820–2005 | MAD, TED<br>RR (2008a) | Interpolazione 1821–1949 |
| Tunisia           | 1950–2005<br>1820–2005 | MAD, TED<br>RR (2008a) | Interpolazione 1821–1949 |
| Tunisia           | 1950–2005<br>1820–2005 | MAD, TED<br>RR (2008a) | Interpolazione 1821–1949 |
| Turchia           | 1923–2005              | MAD, TED               |                          |
| Uruguay           | 1870–2005              | MAD, TED               |                          |
| Venezuela         | 1900–2005<br>1820–2005 | MAD, TED<br>RR (2008a) | Interpolazione 1821–1899 |
| Zambia            | 1950–2005              | MAD, TED               |                          |
| Zimbabwe          | 1950–2005<br>1919–2005 | MAD, TED<br>MAD, TED   |                          |

Nota: Sono disponibili anche i dati pro capite.

TABELLA A.1.7  
Entrate e uscite delle amministrazioni centrali degli stati  
(unità di moneta domestiche, salvo diversa indicazione)

| Periodi   |           |                          |                              |
|-----------|-----------|--------------------------|------------------------------|
| Algeria   | 1834–1960 | MIT                      | Le entrate iniziano dal 1830 |
|           | 1964–1975 |                          |                              |
|           | 1994–1996 |                          |                              |
| Angola    | 1963–2003 | KRV                      |                              |
|           | 1915–1973 | MIT                      |                              |
|           | 1980–2003 | KRV                      |                              |
| Argentina | 1864–1999 | MIT                      |                              |
|           | 1880–1913 | Flandreau e Zumer (2004) |                              |

|                |           |                                                      |                                                                                                    |
|----------------|-----------|------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Australia      | 1963–2003 | KRV                                                  | Le entrate iniziano dal 1824, per il Nuovo Galles del Sud e altre province dal 1840 circa          |
|                | 1839–1900 | MIT                                                  |                                                                                                    |
| Austria        | 1901–1997 | MIT                                                  | Commonwealth<br><br>I dati relativi alla Prima e alla Seconda guerra mondiale non sono disponibili |
|                | 1965–2003 | KRV                                                  |                                                                                                    |
|                | 1791–1993 | MIT                                                  |                                                                                                    |
| Belgio         | 1965–2003 | KRV                                                  | I dati relativi alla Prima guerra mondiale non sono disponibili                                    |
|                | 1830–1993 |                                                      |                                                                                                    |
| Bolivia        | 1965–2003 | KRV                                                  | Le entrate iniziano dal 1885                                                                       |
|                | 1888–1999 | MIT                                                  |                                                                                                    |
|                | 1963–2003 | KRV                                                  |                                                                                                    |
| Brasile        | 1823–1994 | Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, MIT |                                                                                                    |
| Canada         | 1980–2003 | KRV                                                  | Canada meridionale<br>Canada settentrionale<br>Canada                                              |
|                | 1806–1840 | MIT                                                  |                                                                                                    |
|                | 1824–1840 |                                                      |                                                                                                    |
|                | 1867–1995 |                                                      |                                                                                                    |
| Cile           | 1963–2003 | KRV                                                  | Base = 1995                                                                                        |
|                | 1810–1995 | Braun et al. (2000)                                  |                                                                                                    |
|                | 1857–1998 | MIT                                                  |                                                                                                    |
| Cina           | 1963–2003 | KRV                                                  | Governo nazionalista                                                                               |
|                | 1927–1936 | Cheng (2003)                                         |                                                                                                    |
| Colombia       | 1963–2003 | KRV                                                  |                                                                                                    |
|                | 1905–1999 | MIT                                                  |                                                                                                    |
|                | 1963–2003 | KRV                                                  |                                                                                                    |
| Costa d'Avorio | 1895–1912 | MIT                                                  |                                                                                                    |
|                | 1926–1999 |                                                      |                                                                                                    |
|                | 1963–2003 | KRV                                                  |                                                                                                    |
| Costa Rica     | 1884–1999 | MIT                                                  |                                                                                                    |
|                | 1963–2003 | KRV                                                  |                                                                                                    |
|                | 1905–1939 | MIT                                                  |                                                                                                    |
| Corea          | 1949–1997 |                                                      | Yen giapponese<br>Corea del Sud                                                                    |
|                | 1963–2003 | KRV                                                  |                                                                                                    |
|                | 1884–1999 | MIT                                                  |                                                                                                    |
| Ecuador        | 1979–2003 | KRV                                                  |                                                                                                    |
|                | 1821–1879 | Landes (1958)                                        |                                                                                                    |
|                | 1852–1999 | MIT                                                  |                                                                                                    |
| El Salvador    | 1963–2003 | KRV                                                  |                                                                                                    |
|                | 1883–1999 | MIT                                                  |                                                                                                    |
|                | 1963–2003 | KRV                                                  |                                                                                                    |
| Filippine      | 1901–2000 | MIT                                                  | I dati relativi alla Prima guerra                                                                  |

|                    |           |                  |                                                                |
|--------------------|-----------|------------------|----------------------------------------------------------------|
|                    |           |                  | mondiale non sono disponibili                                  |
|                    | 1963–2003 | KRV              |                                                                |
| Finlandia          | 1882–1993 | MIT              |                                                                |
|                    | 1965–2003 | KRV              |                                                                |
| Francia            | 1600–1785 | ESFDB            |                                                                |
|                    | 1815–1993 | MIT              |                                                                |
|                    | 1965–2003 | KRV              |                                                                |
| Germania (Prussia) | 1688–1806 | ESFDB            |                                                                |
| Germania           | 1872–1934 | MIT              | Le entrate terminano nel 1942<br>Germania Occidentale          |
|                    | 1946–1993 |                  |                                                                |
|                    | 1979–2003 | KRV              |                                                                |
| Giappone           | 1868–1993 | MIT              |                                                                |
|                    | 1963–2003 | KRV              |                                                                |
| Grecia             | 1885–1940 | MIT              | Le uscite iniziano dal 1833 e riprendono nel 1946              |
|                    | 1954–1993 |                  |                                                                |
|                    | 1963–2003 | KRV              |                                                                |
| Guatemala          | 1882–1999 | MIT              |                                                                |
|                    | 1963–2003 | KRV              |                                                                |
| Honduras           | 1879–1999 | MIT              |                                                                |
|                    | 1963–2003 | KRV              |                                                                |
| India              | 1810–2000 | MIT              |                                                                |
|                    | 1963–2003 | KRV              |                                                                |
| Indonesia          | 1821–1940 | Mellegers (2006) | Indie Orientali Olandesi, principali amministrazioni pubbliche |
|                    | 1816–1939 | MIT              |                                                                |
|                    | 1959–1999 |                  |                                                                |
|                    | 1963–2003 | KRV              |                                                                |
| Italia             | 1862–1993 | MIT              |                                                                |
|                    | 1965–2003 | KRV              |                                                                |
| Kenya              | 1895–2000 | MIT              |                                                                |
|                    | 1970–2003 | KRV              |                                                                |
| Malaysia           | 1883–1938 | MIT              | Malesia                                                        |
|                    | 1946–1999 |                  |                                                                |
|                    | 1963–2003 | KRV              |                                                                |
| Marocco            | 1938–2000 | MIT              | Le entrate anche dal 1920 al 1929                              |
|                    | 1963–2003 | KRV              |                                                                |
| Mauritius          | 1812–2000 | MIT              |                                                                |
|                    | 1963–2003 | KRV              |                                                                |
| Messico            | 1825–1998 | MIT              |                                                                |
|                    | 1963–2003 | KRV              |                                                                |
| Myanmar (Burma)    | 1946–1999 | MIT              |                                                                |
|                    | 1963–2003 | KRV              |                                                                |
| Nicaragua          | 1900–1999 | MIT              |                                                                |
|                    | 1963–2003 | KRV              |                                                                |

|                          |           |                 |                                    |
|--------------------------|-----------|-----------------|------------------------------------|
| Nigeria                  | 1874–1998 | MIT             |                                    |
|                          | 1963–2003 | KRV             |                                    |
| Norvegia                 | 1850–1992 | MIT             |                                    |
|                          | 1965–2003 | KRV             |                                    |
| Paesi Bassi              | 1845–1993 | MIT             |                                    |
|                          | 1965–2003 | KRV             |                                    |
| Panama                   | 1909–1996 | MIT             |                                    |
|                          | 1963–2003 | KRV             |                                    |
| Paraguay                 | 1881–1900 | MIT             |                                    |
|                          | 1913–1993 |                 |                                    |
|                          | 1963–2003 | KRV             | Le entrate fino al 1902            |
| Perù                     | 1846–1998 | MIT             |                                    |
|                          | 1963–2003 | KRV             |                                    |
| Polonia                  | 1922–1937 | MIT             |                                    |
|                          | 1947–1993 |                 |                                    |
| Portogallo               | 1879–1902 | MIT             |                                    |
|                          | 1917–1992 |                 | Solo uscite                        |
|                          | 1975–2003 | KRV             |                                    |
| Repubblica Centrafricana | 1906–1912 | MIT             |                                    |
|                          | 1925–1973 |                 |                                    |
|                          | 1963–2003 | KRV             |                                    |
| Repubblica Dominicana    | 1905–1999 | MIT             |                                    |
|                          | 1963–2003 | KRV             |                                    |
| Romania                  | 1883–1992 | MIT             |                                    |
| Russia                   | 1769–1815 | ESFDB           |                                    |
|                          | 1804–1914 | MIT             | Le uscite iniziano dal 1862        |
|                          | 1924–1934 |                 |                                    |
|                          | 1950–1990 |                 |                                    |
|                          | 1931–1951 | Condoide (1951) |                                    |
| Singapore                | 1963–2000 | MIT             |                                    |
| Spagna                   | 1520–1553 | ESFDB           | Bilancio dello Stato               |
|                          | 1753–1788 |                 | Dati non continui                  |
|                          | 1850–1997 | MIT             |                                    |
|                          | 1965–2003 | KRV             |                                    |
| Sri Lanka                | 1811–2000 | MIT             |                                    |
|                          | 1963–2003 | KRV             |                                    |
| Sud Africa               | 1826–1904 | MIT             | I dati sul Natal iniziano dal 1850 |
|                          | 1905–2000 |                 |                                    |
|                          | 1963–2003 | KRV             |                                    |
| Svezia                   | 1881–1993 | MIT             |                                    |
|                          | 1980–2003 | KRV             |                                    |
| Taiwan                   | 1898–1938 | MIT             |                                    |
|                          | 1950–2000 |                 |                                    |
| Thailandia (Siam)        | 1891–2000 | MIT             | Le entrate iniziano dal 1851       |
|                          | 1963–2003 | KRV             |                                    |
| Tunisia                  | 1909–1954 | MIT             |                                    |
|                          | 1965–1999 |                 |                                    |
|                          | 1963–2003 | KRV             |                                    |

|           |           |     |
|-----------|-----------|-----|
| Turchia   | 1923–2000 | MIT |
|           | 1963–2003 | KRV |
| Ungheria  | 1868–1940 | MIT |
| Uruguay   | 1871–1999 | MIT |
|           | 1963–2003 | KRV |
| Venezuela | 1830–1998 | MIT |
|           | 1963–2003 | KRV |
| Zambia    | 1963–2003 | KRV |
| Zimbabwe  | 1894–1997 | MIT |
|           | 1963–2003 | KRV |

TABELLA A.1.8

| Esportazioni e importazioni totali (unità di moneta locale e dollari U.S., come indicato) |           |                   |                                              |
|-------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|-------------------|----------------------------------------------|
| Paesi                                                                                     | Periodo   | Fonte             | Moneta                                       |
| Algeria                                                                                   | 1831–2007 | GFD, WEO          |                                              |
| Angola                                                                                    | 1891–2007 | GFD, WEO          |                                              |
| Argentina                                                                                 | 1864–2007 | GFD, WEO          | Uml                                          |
|                                                                                           | 1885–2007 | GFD, WEO          | U.S. dollar                                  |
|                                                                                           | 1880–1913 | Flandreau e Zumer | Esportazioni                                 |
|                                                                                           |           | Exports (2004)    |                                              |
| Australia                                                                                 | 1826–2007 | GFD, WEO          |                                              |
| Austria                                                                                   | 1831–2007 | GFD, WEO          |                                              |
| Belgio                                                                                    | 1846–2007 | GFD, WEO          |                                              |
|                                                                                           | 1816–2007 | GFD, WEO          | U.S. dollar                                  |
| Bolivia                                                                                   | 1899–1935 | GFD               | Uml                                          |
|                                                                                           | 1899–2007 |                   | U.S. dollar                                  |
| Brasile                                                                                   | 1821–2007 | GFD, WEO          |                                              |
|                                                                                           | 1880–1913 | Flandreau e Zumer |                                              |
|                                                                                           |           | Exports (2004)    |                                              |
| Canada                                                                                    | 1832–2007 | GFD, WEO          | Uml                                          |
|                                                                                           | 1867–2007 |                   | U.S. dollar                                  |
| Cile                                                                                      | 1857–1967 | GFD, WEO          | Uml                                          |
| Cina                                                                                      | 1865–1937 | GFD, WEO          | Uml                                          |
|                                                                                           | 1950–2007 |                   |                                              |
| Colombia                                                                                  | 1835–1938 |                   | Uml                                          |
|                                                                                           | 1919–2007 | GFD, WEO          | U.S. dollar                                  |
| Corea                                                                                     | 1886–1936 | GFD, WEO          | Uml                                          |
|                                                                                           | 1905–2007 |                   | U.S. dollar                                  |
| Costa d’Avorio                                                                            | 1892–2007 | GFD, WEO          | Uml                                          |
|                                                                                           | 1900–2007 |                   | U.S. dollar                                  |
| Costa Rica                                                                                | 1854–1938 | GFD, WEO          | Uml                                          |
|                                                                                           | 1921–2007 |                   | U.S. dollar                                  |
| Danimarca                                                                                 | 1841–2007 | GFD, WEO          | Le esportazioni<br>iniziano dal 1818,<br>uml |
|                                                                                           | 1865–2007 |                   | U.S. dollar                                  |
| Ecuador                                                                                   | 1889–1949 | GFD, WEO          | Uml                                          |
|                                                                                           | 1924–2007 |                   | U.S. dollar                                  |
| Egitto                                                                                    | 1850–2007 | GFD, WEO          | Uml                                          |
|                                                                                           | 1869–2007 |                   | U.S. dollar                                  |
| El Salvador                                                                               | 1859–1988 | GFD, WEO          | Le esportazioni                              |

|                 |           |          |                     |
|-----------------|-----------|----------|---------------------|
|                 |           |          | iniziano dal 1854,  |
|                 | 1870–2007 |          | uml                 |
| Filippine       | 1884–2007 | GFD, WEO | U.S. dollar         |
| Finlandia       | 1818–2007 | GFD, WEO | Uml                 |
|                 | 1900–2007 |          | U.S. dollar         |
| Francia         | 1800–2007 | GFD, WEO |                     |
| Germania        | 1880–2007 | GFD, WEO |                     |
| Giappone        | 1862–2007 | GFD, WEO |                     |
| Ghana           | 1850–2007 | GFD, WEO | Uml                 |
|                 | 1900–2007 |          | U.S. dollar         |
| Grecia          | 1849–2007 | GFD, WEO | Uml                 |
|                 | 1900–2007 |          | U.S. dollar         |
| Guatemala       | 1851–2007 | GFD, WEO |                     |
| Honduras        | 1896–2007 | GFD, WEO |                     |
| India           | 1832–2007 | GFD, WEO |                     |
| Indonesia       | 1823–1974 | GFD, WEO | Uml                 |
|                 | 1876–2007 |          | U.S. dollar         |
| Italia          | 1861–2007 | GFD, WEO |                     |
| Kenya           | 1900–2007 | GFD, WEO |                     |
| Malaysia        | 1905–2007 | GFD, WEO | Comprende           |
|                 |           |          | Singapore fino al   |
|                 |           |          | 1955                |
| Marocco         | 1947–2007 | GFD, WEO |                     |
| Mauritius       | 1833–2007 | GFD, WEO | Uml                 |
|                 | 1900–2007 |          | U.S. dollar         |
| Messico         | 1797–1830 | GFD, WEO | Sterlina britannica |
|                 | 1872–2007 |          | Uml                 |
|                 | 1797–1830 |          | U.S. dollar         |
| Myanmar (Burma) | 1937–2007 | GFD, WEO |                     |
| Nicaragua       | 1895–2007 | GFD, WEO |                     |
| Norvegia        | 1851–2007 | GFD, WEO |                     |
| Paesi Bassi     | 1846–2007 | GFD, WEO |                     |
| Panama          | 1905–2007 | GFD, WEO | Uml                 |
| Paraguay        | 1879–1949 | GFD, WEO | U.S. dollar         |
|                 | 1923–2007 |          |                     |
| Perù            | 1866–1952 | GFD, WEO | Uml                 |
|                 | 1882–2007 |          | U.S. dollar         |
| Polonia         | 1924–2007 | GFD, WEO |                     |
| Portogallo      | 1861–2007 | GFD, WEO |                     |
| Regno Unito     | 1796–2007 | GFD, WEO |                     |
| Romania         | 1862–1993 | GFD, WEO | Uml                 |
|                 | 1921–2007 |          | U.S dollar          |
| Russia          | 1802–1991 | GFD, WEO | Uml                 |
|                 | 1815–2007 |          | U.S dollar          |
| Singapore       | 1948–2007 | GFD, WEO |                     |
| Spagna          | 1822–2007 | GFD, WEO |                     |
| Sri Lanka       | 1825–2007 | GFD, WEO | Uml                 |
|                 | 1900–2007 |          | U.S dollar          |
| Stati Uniti     | 1788–2007 | GFD, WEO |                     |
| Sud Africa      | 1826–2007 | GFD, WEO | Uml                 |
|                 | 1900–2007 | GFD, WEO | U.S dollar          |
| Svezia          | 1832–2007 | GFD, WEO |                     |
| Taiwan          | 1891–2007 | GFD, WEO |                     |

|                   |           |          |
|-------------------|-----------|----------|
| Thailandia (Siam) | 1859–2007 | GFD, WEO |
| Turchia           | 1878–2007 | GFD, WEO |
| Uruguay           | 1862–1930 | GFD, WEO |
|                   | 1899–2007 |          |
| Venezuela         | 1830–2007 | GFD, WEO |
|                   | 1900–2007 |          |
| Zambia            | 1908–2007 | GFD, WEO |
| Zimbabwe          | 1900–2007 | GFD, WEO |

TABELLA A.1.9

Indicatori globali e centri finanziari mondiali

| Paese       | Indicatore                               | Periodo   | Fonte                                                                                                                         |
|-------------|------------------------------------------|-----------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Mondo       | Prezzi delle commodity, nominali e reali | 1790–1850 | Gayer, Rostow, e Schwartz (1953)                                                                                              |
|             |                                          | 1854–1990 | Boughton (1991)                                                                                                               |
|             |                                          | 1862–1999 | <i>Economist</i>                                                                                                              |
|             |                                          | 1980–2007 | WEO                                                                                                                           |
|             | Date dei default esteri sovrani          | 1341–2007 | Suter (1992), Purcell e Kaufman (1993), Reinhart, Rogoff e Savastano (2003a), MacDonald (2006), Standard e Poor's (vari anni) |
| Regno Unito | Bilancia delle partite correnti/Pil      | 1816–2006 | Imlah (1958), MIT, GDP United Kingdom National Statistics                                                                     |
|             | Tasso sul debito consolidato             | 1790–2007 | GFD, Bank of England                                                                                                          |
| Stati Uniti | Tasso di sconto                          | 1790–2007 | GFD, Bank of England                                                                                                          |
|             | Bilancia delle partite correnti/Pil      | 1790–2006 | Carter et al. (2006), WEO                                                                                                     |
|             | Carta commerciale a 60–90 giorni         | 1830–1900 | Carter et al. (2006)                                                                                                          |
|             | Tasso di sconto                          | 1915–2007 | GFD, Board of Governors of the Federal Reserve                                                                                |
|             | Tasso sui <i>federal funds</i>           | 1950–2007 | Board of Governors of the Federal Reserve                                                                                     |
|             | Obbligazioni a lungo termine             | 1798–2007 | Carter et al. (2006), Board of Governors of the Federal Reserve                                                               |

TABELLA A.1.10

Prezzi reali delle case

| Paese | Indicatore |
|-------|------------|
|-------|------------|



|             |                  |                                                           |                                                                                                                |
|-------------|------------------|-----------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Argentina   | 1981–2007        | Reporte<br>Inmobiliario                                   | Valore medio degli<br>appartamenti<br>esistenti, Buenos<br>Aires                                               |
| Colombia    | 1997:Q1– 2007:Q4 | Departamento<br>Administrativo<br>Nacional<br>Estadistica | Nuovo indice dei<br>prezzi delle case,<br>deventitré città in<br>totale                                        |
| Finlandia   | 1983:Q1–2008:Q1  | StatFin<br>Service                                        | OnlineAbitazioni in stabili<br>esistenti divisi in<br>appartamenti,<br>Finlandia                               |
|             | 1970–2007        | Bank<br>International<br>Settlements                      | forIndice dei prezzi<br>delle case, Finlandia                                                                  |
| Hong Kong   | 1991:7–2008:2    | Hong<br>University                                        | KongSerie di indici sui<br>prezzi degli<br>immobili, Hong Kong                                                 |
| Indonesia   | 1994:Q1–2008:Q1  | Bank of Indonesia                                         | Indice dei prezzi<br>degli immobili<br>residenziali,<br>abitazioni nuove,<br>nuove iniziative,<br>grandi città |
| Irlanda     | 1996:Q1–2008:Q1  | ESRI, Permanent TSB                                       | Prezzi delle case,<br>standardizzati,<br>Irlanda                                                               |
| Islanda     | 2000:3–2008:4    | Statistics Iceland                                        | Indice dei prezzi<br>delle case, Islanda                                                                       |
| Filippine   | 1994:Q4–2007:Q4  | Colliers<br>International:<br>Philippines                 | Abitazioni con tre<br>camere da letto in<br>condomini di pregio,<br>centro direzionale di<br>Makati            |
| Giappone    | 1955:H1–2007:H2  | Japan Real Estate<br>Institute                            | Prezzi dei terreni,<br>indice residenziale<br>urbano, Giappone                                                 |
| Malaysia    | 2000:Q1–2007:Q4  | Bank Negara                                               | Indice dei prezzi<br>delle case, Malaysia                                                                      |
| Norvegia    | 1970–2007        | Bank<br>International<br>Settlements                      | forIndice dei prezzi<br>delle case, tutte le<br>abitazioni, Norvegia                                           |
|             | 1819–2007        | Norges Bank                                               | Prezzi delle case,<br>Norvegia                                                                                 |
| Spagna      | 1990:Q1–2008:Q1  | Banco de España                                           | Indice dei prezzi<br>delle case, valori di<br>stima, Spagna                                                    |
|             | 1970–2007        | Bank<br>International<br>Settlements                      | forIndice dei prezzi<br>Housedelle case, valori di<br>stima, Spagna                                            |
| Stati Uniti | 1890–2007        | Standard e Poor's                                         | Indice nazionale dei<br>prezzi Case-Shiller,<br>Usa                                                            |
|             | 1987:Q1–2008:Q2  | Standard e Poor's                                         | Indice nazionale dei                                                                                           |



---

**APPENDICE A.2**  
Debito pubblico

---

Questa appendice riporta le serie di dati sul debito pubblico utilizzate, mentre l'appendice A.1 è dedicata al database sulle serie temporali macroeconomiche..

### Abbreviazioni di fonti e termini ricorrenti

Altre fonti sono elencate nelle tabelle che seguono.

**CBWS**, Levy-Yeyati, Panizza, Sturzenegger (2006)  
**ESFDB**, European State Finance Database  
**BMF**, Banca mondiale, Global Development Finance  
**GF**, Global Financial Data  
**FSI**, Fondo monetario internazionale, International Financial Statistics (vari numeri)  
**LM**, Lardet e Morton (1989)  
**MA**, Michal (1989)  
**MI**, Mitchell (2003a, 2003b)  
**ON**, Organizzazione delle nazioni unite, Statistical Yearbook (vari anni)  
**RR**, Reinhart e Rogoff (anni come indicati)  
**SD**, Rete delle nazioni, Statistical Yearbook (vari anni)  
**UM**, Unità di moneta locale  
**WE**, Fondo monetario internazionale, World Economic Outlook (vari numeri)

---

**TABELLA A.2.1**  
Emissioni di obbligazioni pubbliche estere

| Paese     | Periodo   | Fonti                                                                       | Commenti                    |
|-----------|-----------|-----------------------------------------------------------------------------|-----------------------------|
| Argentina | 1824-1968 | LM, MAR                                                                     | Comprende il primo prestito |
| Australia | 1927-1946 | Onu                                                                         |                             |
|           | 1857-1978 | LM, Page (1919)                                                             |                             |
| Bolivia   | 1927-1946 | Onu                                                                         |                             |
|           | 1864-1930 | MAR                                                                         |                             |
| Brasile   | 1927-1946 | Onu                                                                         |                             |
|           | 1843-1970 | Bazant (1968), LM, Comprende il primo prestito<br>MAR, Summerhill<br>(2006) |                             |
| Canada    | 1928-1946 | Onu                                                                         |                             |
|           | 1860-1919 | LM                                                                          |                             |
| Cile      | 1928-1946 | Onu                                                                         |                             |
|           | 1822-1830 | LM, MAR                                                                     |                             |
|           | 1928-1946 | Onu                                                                         | Comprende il primo prestito |

|                   |           |                                    |                                                          |
|-------------------|-----------|------------------------------------|----------------------------------------------------------|
| Cina              | 1865–1938 | Huang (1919),<br>Winkler (1928)    |                                                          |
| Colombia          | 1822–1929 | MAR                                |                                                          |
|                   | 1928–1946 | Onu                                |                                                          |
| Costa Rica        | 1871–1930 | MAR                                |                                                          |
| Egitto            | 1862–1865 | Landes (1958), LM                  |                                                          |
|                   | 1828–1946 | Onu                                | Comprende il primo prestito                              |
| El Salvador       | 1922–1930 | MAR                                |                                                          |
|                   | 1928–1946 | Onu                                |                                                          |
| Giappone          | 1870–1965 | LM                                 |                                                          |
|                   | 1928–1939 | Onu                                | Comprende il primo prestito                              |
|                   | 1824–1932 | Levandis (1944)                    |                                                          |
| Grecia            | 1928–1939 | Onu                                | Comprende il primo prestito (prestito dell'indipendenza) |
|                   | 1928–1939 | MAR                                |                                                          |
|                   | 1856–1930 | Onu                                |                                                          |
| Guatemala         | 1928–1939 | MAR                                |                                                          |
|                   | 1867–1930 | Onu                                |                                                          |
| Honduras          | 1928–1945 | MAR                                |                                                          |
| India             | 1824–1946 | Onu                                | Comprende il primo prestito                              |
| Messico           | 1923–1930 | Bazant (1968), LM,<br>MAR Onu      |                                                          |
|                   | 1928–1945 | Onu                                |                                                          |
| Panama            | 1822–1930 | MAR                                |                                                          |
|                   | 1928–1945 | Onu                                | Comprende il primo prestito                              |
| Perù              | 1815–1916 | MAR                                |                                                          |
|                   | 1928–1946 | Onu                                |                                                          |
| Russia            | 1815–1916 | Miller (1926), Crisp<br>(1976), LM |                                                          |
| Sud Africa        | 1928–1947 | Onu                                |                                                          |
| Thailandia (Siam) | 1928–1947 | Onu                                |                                                          |
| Turchia           | 1854–1965 | Clay (2000), LM                    | Comprende il primo prestito                              |
|                   | 1933–1939 | Onu                                |                                                          |
| Uruguay           | 1871–1939 | MAR                                |                                                          |
|                   | 1928–1947 | Onu                                |                                                          |
| Venezuela         | 1822–1930 | MAR                                | Comprende il primo prestito                              |
|                   | 1928–1947 | Onu                                |                                                          |

TABELLA A.2.2

| Debito pubblico totale (domestico più estero) |           |                        |          |
|-----------------------------------------------|-----------|------------------------|----------|
| Paese                                         | Periodo   | Fonti                  | Commenti |
| Argentina                                     | 1863–1971 | García Vizcaino (1972) | Uml      |
|                                               | 1914–1981 | Sdn, Onu               | Uml      |
|                                               | 1980–2005 | GFD, Jeanne            | e        |

|                |           |                                                      |
|----------------|-----------|------------------------------------------------------|
| Australia      | 1852–1914 | Guscina (2006)                                       |
|                | 1914–1981 | Page (1919)                                          |
|                | 1980–2007 | Sdn, Onu Uml Uml                                     |
|                |           | Australian Office of Uml<br>Financial Management     |
| Austria        | 1880–1913 | Flandreau e Zumer (2004)                             |
|                | 1945–1984 | Onu Uml                                              |
|                | 1970–2006 | Austrian FederalEuro<br>Financing Agency             |
| Belgio         | 1830–2005 | BNB, Centre d'étudesEuro<br>économiques de la<br>KUL |
| Bolivia        | 1914–1953 | Sdn, Onu Uml                                         |
|                | 1968–1981 |                                                      |
|                | 1991–2004 | CLYPS U.S. dollar                                    |
| Brasile        | 1880–1913 | Flandreau e ZumerUml                                 |
|                |           | (2004)                                               |
|                | 1923–1972 | Sdn, Onu Uml Uml                                     |
|                | 1991–2005 | GFD, Jeanne e<br>Guscina (2006)                      |
| Canada         | 1867–2007 | Statistics Canada,Uml<br>Bank of Canada              |
| Cile           | 1827–2000 | Diaz et al. (2005) Uml                               |
|                | 1914–1953 | Sdn, Onu Uml                                         |
|                | 1990–2007 | Ministerio deU.S. dollar<br>Hacienda r               |
| Cina           | 1894–1950 | Cheng (2003), Huang<br>(1919),<br>RR (2008c)         |
|                | 1981–2005 | GFD, Jeanne andUml<br>Guscina (2006)                 |
| Colombia       | 1923–2006 | Contraloria General<br>de la Republica               |
| Corea          | 1910–1938 | Mizoguchi eYen<br>Umemura (1988)                     |
|                | 1970–1984 | Sdn, Onu                                             |
|                | 1990–2004 | Jeanne e Guscina<br>(2006)                           |
|                |           | Onu Uml                                              |
| Costa d'Avorio | 1970–1980 |                                                      |
| Costa Rica     | 1892–1914 | Soley Güell (1926) Uml                               |
|                | 1914–1983 | Sdn, Onu Uml                                         |
|                | 1980–2007 | CLYPS, Ministerio deU.S. dollar<br>Hacienda          |
| Danimarca      | 1880–1913 | Flandreau e ZumerUml                                 |
|                |           | (2004)                                               |
|                | 1914–1975 | Sdn, Onu Uml                                         |
|                | 1990–2007 | Danmarks NationalUml<br>Bank                         |
| Ecuador        | 1914–1972 | Sdn, Onu Uml                                         |
|                | 1990–2006 | Ministry of Finance U.S. dollar                      |
| Egitto         | 1914–1959 | Sdn, Onu Uml                                         |
|                | 2001–2005 | Ministry of Finance Uml                              |
| El Salvador    | 1914–1963 | Sdn, Onu Uml                                         |

|           |           |                                                |                        |
|-----------|-----------|------------------------------------------------|------------------------|
|           | 1976–1983 | CLYPS                                          | U.S. dollar            |
|           | 1990–2004 | Banco Central de Reserva                       | U.S. dollar            |
|           | 2003–2007 |                                                |                        |
| Filippine | 1948–1982 | Sdn, Onu                                       | Uml                    |
|           | 1980–2005 | GFD, Jeanne e Guscina (2006)                   |                        |
| Finlandia | 1914–1983 | Sdn, Onu                                       | Uml                    |
|           | 1978–2007 | State Treasury                                 | Uml                    |
|           |           | Finland                                        |                        |
| Francia   | 1880–1913 | Flandreau e Zumer (2004)                       | Uml                    |
|           | 1913–1972 | Sdn, Onu                                       | Uml                    |
|           | 1999–2007 | Ministère du Budget, des comptes public        | Uml                    |
| Germania  | 1880–1913 | Flandreau e Zumer (2004)                       | Uml                    |
|           | 1914–1983 | Sdn, Onu                                       | Uml                    |
|           | 1950–2007 | Bundesbank                                     | Uml                    |
| Giappone  | 1872–2007 | Historical Statistics of Japan, Bank of Japan  | Uml                    |
| Grecia    | 1869–1893 | Levandis (1944)                                | Dati non continui, Uml |
|           | 1880–1913 | Flandreau e Zumer (2004)                       | Uml                    |
|           | 1920–1983 | 1920–1983 Sdn, Onu                             | Uml                    |
|           | 1993–2006 | OECD                                           |                        |
| Guatemala | 1921–1982 | Sdn, Onu                                       | Uml                    |
|           | 1980–2005 | CLYPS                                          | U.S. dollar            |
| Honduras  | 1914–1971 | Sdn, Onu                                       | Uml                    |
|           | 1980–2005 | CLYPS                                          | U.S. dollar            |
| India     | 1840–1920 | Statistical Abstract Relating to British India |                        |
|           | 1913–1983 | Sdn, Onu                                       | Uml                    |
|           | 1980–2005 | Jeanne e Guscina (2006)                        |                        |
| Indonesia | 1972–1983 | Onu                                            | Uml                    |
|           | 1998–2005 | Bank Indonesia, GDF                            |                        |
| Italia    | 1880–1913 | Flandreau e Zumer (2004)                       | Uml                    |
|           | 1914–1894 | Sdn, Onu                                       | Uml                    |
|           | 1982–2007 | Dipartimento del Tesoro                        | Uml                    |
| Kenya     | 1911–1935 | Frankel (1938)                                 | Sterlina britannica    |
|           | 1961–1980 | Sdn, Onu                                       | Uml                    |
|           | 1997–2007 | Central Bank of Kenya                          | Uml                    |
| Malaysia  | 1947–1957 | Onu                                            | Uml                    |
|           | 1976–1981 |                                                |                        |
|           | 1980–2004 | Jeanne e Guscina (2006)                        |                        |
| Marocco   | 1965–1980 | Onu                                            | Uml                    |

|                       |           |                                        |                              |
|-----------------------|-----------|----------------------------------------|------------------------------|
| Mauritius             | 1970–1984 | Sdn, Onu                               | Uml                          |
|                       | 1998–2007 |                                        | Uml                          |
| Messico               | 1814–1946 | Bazant (1968)                          | Dati non continui            |
|                       | 1914–1979 | Sdn, Onu                               | Uml                          |
|                       | 1980–2006 | Direccion General de la Deuda Publica  |                              |
| Nicaragua             | 1914–1945 | Sdn, Onu                               | Uml                          |
|                       | 1970–1983 |                                        |                              |
|                       | 1991–2005 | CLYPS                                  | U.S. dollar                  |
| Norvegia              | 1880–1914 | Flandreau e Zumer (2004)               | Uml                          |
|                       | 1913–1983 | Sdn, Onu                               | Uml                          |
|                       | 1965–2007 | Ministero della Finanza                | Uml                          |
| Nuova Zelanda         | 1858–2006 | Statistics Zealand, Zealand Treasury   | NewUml<br>New                |
| Paesi Bassi           | 1880–1914 | Flandreau e Zumer (2004)               | Uml                          |
|                       | 1914–1977 | Sdn, Onu                               | Uml                          |
|                       | 1914–2008 | Dutch State Treasury Agency            | Uml                          |
| Panama                | 1915–1983 | Sdn, Onu                               | U.S. dollar                  |
|                       | 1980–2005 | CLYPS                                  | U.S. dollar                  |
| Paraguay              | 1927–1947 | Sdn, Onu                               | Uml                          |
|                       | 1976–1982 | CLYPS                                  | U.S. dollar                  |
|                       | 1990–2004 |                                        |                              |
| Perù                  | 1918–1970 | Sdn, Onu                               | Uml                          |
|                       | 1990–2005 | CLYPS                                  | U.S. dollar                  |
| Polonia               | 1920–1947 | Sdn, Onu                               |                              |
|                       | 1994–2004 | GFD, Jeanne e Guscina (2006)           |                              |
| Portogallo            | 1851–1997 | Instituto Nacional Estadisticas        |                              |
|                       | 1914–1975 | Sdn, Onu                               | Uml                          |
|                       | 1980–2007 | Banco de Portugal                      | In euro dal 1999             |
| Regno Unito           | 1693–1786 | Quinn (2004)                           | Totale debito consolidato    |
|                       | 1787–1815 | Page (1919), Bazant (1968)             | 1787–1815, dati non continui |
|                       | 1850–2007 | U.K. Debt Management Office            |                              |
| Repubblica Dominicana | 1914–1952 | Sdn, Onu                               | Uml                          |
| Russia                | 1880–1914 | Crisp (1976), Flandreau e Zumer (2004) | Uml                          |
|                       | 1922–1938 | Sdn, Onu                               | Uml                          |
|                       | 1993–2005 | Jeanne e Guscina (2006)                |                              |
| Singapore             | 1969–1982 | Onu                                    | Uml                          |
|                       | 1986–2006 | Monetary Authority                     | Uml                          |
| Spagna                | 1504–1679 | ESFDB                                  | Dati non continui            |
|                       | 1850–2001 | Estadisticas                           | Uml                          |

|                   |           |                                           |                     |
|-------------------|-----------|-------------------------------------------|---------------------|
|                   |           | Historicas de                             |                     |
|                   |           | España: Siglos xix-xx                     |                     |
|                   |           | Banco de España                           | Euro                |
| Sri Lanka         | 1999–2006 | Page (1919)                               | Sterlina britannica |
|                   | 1861–1914 | Onu                                       | Uml                 |
|                   | 1990–2006 | Central Bank of Sri Lanka                 | Uml                 |
| Stati Uniti       | 1791–2007 | Treasury Direct                           |                     |
| Sud Africa        | 1859–1914 | Page (1919)                               | Sterlina britannica |
|                   | 1910–1982 | Sdn, Onu                                  | Uml                 |
|                   | 1946–2006 | South Africa Reserve Bank                 | Uml                 |
| Svezia            | 1880–1913 | Flandreau e Zumer (2004)                  |                     |
|                   | 1914–1984 | Sdn, Onu                                  | Uml                 |
|                   | 1950–2006 | Riksgälden                                | Uml                 |
| Thailandia (Siam) | 1913–1984 | Sdn, Onu                                  | Uml                 |
|                   | 1980–2006 | Jeanne e Guscina (2006), Bank of Thailand |                     |
| Tunisia           | 1972–1982 | Sdn, Onu                                  | Uml                 |
|                   | 2004–2007 | Central Bank of Tunisia                   | Uml                 |
| Turchia           | 1933–1984 | Sdn, Onu                                  | Uml                 |
|                   | 1986–2007 | Turkish Treasury                          | U.S. dollar         |
| Ungheria          | 1913–1942 | Sdn, Onu                                  | Uml                 |
|                   | 1992–2005 | Jeanne e Guscina (2006)                   |                     |
| Uruguay           | 1914–1947 | Sdn, Onu                                  | Uml                 |
|                   | 1972–1984 |                                           |                     |
|                   | 1999–2007 | Banco Central del Uruguay                 | U.S. dollar         |
| Venezuela         | 1914–1982 | Sdn, Onu                                  |                     |
|                   | 1983–2005 | Jeanne e Guscina (2006)                   |                     |
| Zimbabwe          | 1924–1936 | Frankel (1938)                            | Sterlina britannica |
|                   | 1969–1982 | Onu                                       |                     |

TABELLA A.2.3  
Debito pubblico estero

| Paese     | Periodo   | Fonti                                     | Commenti    |
|-----------|-----------|-------------------------------------------|-------------|
| Algeria   | 1970–2005 | GFD                                       | U.S. dollar |
| Angola    | 1989–2005 | GFD                                       | U.S. dollar |
| Argentina | 1863–1971 | Garcia (1972)                             | VizcainoUml |
|           | 1914–1981 | Sdn, Onu                                  | Uml         |
|           | 1970–2005 | GFD                                       | U.S. dollar |
| Australia | 1852–1914 | Page (1919)                               |             |
|           | 1914–1981 | Sdn, Onu                                  | Uml         |
|           | 1980–2007 | Australian Office of Financial Management | Uml         |



|                |                                                          |                                                                                               |                                                                    |
|----------------|----------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------|
| Austria        | 1945–1984<br>1970–2006                                   | Onu<br>Austrian<br>Financing Agency<br>Sdn, Onu                                               | Uml<br>FederalEuro                                                 |
| Belgio         | 1914–1981<br>1992–2007                                   | Sdn, Onu                                                                                      | Uml                                                                |
| Bolivia        | 1914–1953<br>1968–1981<br>1970–2005<br>1991–2004         | GFD<br>CLYPS                                                                                  | Uml<br>U.S. dollar                                                 |
| Brasile        | 1824–2000 and<br><br>1923–1972<br>1970–2005<br>1991–2005 | Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística<br>Sdn, Onu<br>GFD<br>Jeanne e Guscina (2006) | Sterlina britannica e U.S. dollar<br>U.S. dollar<br>U.S. dollar    |
| Canada         | 1867–2007                                                | Statistics Canada<br>Bank of Canada                                                           | Uml                                                                |
| Cile           | 1822–2000<br>1970–2005<br>1822–1930                      | Díaz et al. (2005)<br>GFD<br>RR (2008c)                                                       | Uml<br>U.S. dollar<br>Stime in base alle emissioni obbligazionarie |
| Cina           | 1865–1925                                                | RR (2008c)                                                                                    | Stime in base alle emissioni obbligazionarie                       |
| Colombia       | 1981–2005<br>1923–2006                                   | GFD<br>Contraloría General de la República                                                    | U.S. dollar<br>Uml                                                 |
| Corea          | 1970–1984<br>1970–2005<br>1990–2004                      | Sdn, Onu<br>GDF<br>Jeanne e Guscina (2006)                                                    | Uml<br>U.S. dollar<br>U.S. dollar                                  |
| Costa d'Avorio | 1970–2005                                                | GFD                                                                                           | U.S. dollar                                                        |
| Costa Rica     | 1892–1914<br>1914–1983<br>1980–2007                      | Soley Güell (1926)<br>Sdn, Onu<br>CLYPS, Ministerio de Hacienda                               | Uml<br>Uml<br>U.S. dollar                                          |
| Ecuador        | 1914–1972<br>1970–2005<br>1990–2007                      | Sdn, Onu<br>GFD<br>Ministero della Finanza                                                    | Uml<br>U.S. dollar<br>U.S. dollar                                  |
| Egitto         | 1862–1930<br><br>1914–1959<br>1970–2005                  | RR<br>Sdn, Onu<br>GFD                                                                         | Stime in base alle emissioni obbligazionarie<br>Uml<br>U.S. dollar |
| Filippine      | 1948–1982<br>1970–2005                                   | Sdn, Onu<br>GFD                                                                               | Uml<br>U.S. dollar                                                 |
| Francia        | 1913–1972<br>1999–2007                                   | Sdn, Onu<br>Ministère du Budget, des comptes public                                           | Uml<br>Uml                                                         |
| Giappone       | 1872–2007                                                | Historical Statistics                                                                         | Uml                                                                |

|               |           |                                                                  |
|---------------|-----------|------------------------------------------------------------------|
|               |           | of Japan, Bank of Yen                                            |
|               | 1910–1938 | Japan<br>Mizoguchi e<br>Umemura (1988)                           |
| Germania      | 1914–1983 | Sdn, Onu Uml                                                     |
| Grecia        | 1920–1983 | Sdn, Onu Uml                                                     |
| Guatemala     | 1921–1982 | Sdn, Onu Uml                                                     |
|               | 1970–2005 | GDF U.S. dollar                                                  |
|               | 1980–2005 | CLYPS U.S. dollar                                                |
| Honduras      | 1914–1971 | Sdn, Onu Uml                                                     |
|               | 1970–2005 | GDF U.S. dollar                                                  |
|               | 1980–2005 | U.S. dollar                                                      |
| India         | 1840–1920 | Statistical Abstract<br>Relating to British<br>India (vari anni) |
|               | 1913–1983 | Sdn, Onu Uml                                                     |
|               | 1980–2005 | Jeanne e Guscina<br>(2006)                                       |
| Indonesia     | 1972–1983 | Onu Uml                                                          |
|               | 1970–2005 | GDF U.S. dollar                                                  |
| Italia        | 1880–1913 | Flandreau e ZumerUml<br>(2004)                                   |
|               | 1914–1984 | Sdn, Onu Uml                                                     |
|               | 1982–2007 | Dipartimento delUml<br>Tesoro                                    |
| Kenya         | 1961–1980 | Sdn, Onu Uml                                                     |
|               | 1970–2005 | GDF U.S. dollar                                                  |
|               | 1997–2007 | Central Bank ofUml<br>Kenya                                      |
| Malaysia      | 1947–1957 | Sdn, Onu Uml                                                     |
|               | 1976–1981 |                                                                  |
|               | 1970–2005 | GDF U.S. dollar                                                  |
|               | 1980–2004 | Jeanne e Guscina<br>(2006)                                       |
| Marocco       | 1965–1980 | Onu Uml                                                          |
|               | 1970–2005 | GDF U.S. dollar                                                  |
| Messico       | 1814–1946 | Bazant (1968) Dati non continuativi                              |
|               | 1820–1930 | RR (2008c) Stime in base alle<br>emissioni<br>obbligazionarie    |
|               | 1914–1979 | Sdn, Onu Uml                                                     |
|               | 1970–2005 | GDF U.S. dollar                                                  |
|               | 1980–2006 | Direccion General de<br>la Deuda Publica                         |
| Nicaragua     | 1914–1945 | Sdn, Onu Uml                                                     |
|               | 1970–1983 |                                                                  |
|               | 1970–2005 | GDF U.S. dollar                                                  |
|               | 1991–2005 | CLYPS U.S. dollar                                                |
| Norvegia      | 1880–1914 | Flandreau e ZumerUml<br>(2004)                                   |
|               | 1913–1983 | Sdn, Onu Uml                                                     |
|               | 1965–2007 | Ministero dellaUml<br>Finanza                                    |
| Nuova Zelanda | 1858–2006 | Statistics NewUml                                                |

|                          |           |                                                         |
|--------------------------|-----------|---------------------------------------------------------|
|                          |           | Zealand, New Zealand Treasury                           |
| Paesi Bassi              | 1880–1914 | Flandreau e ZumerUml (2004)                             |
|                          | 1914–1977 | Sdn, Onu Uml                                            |
|                          | 1914–2008 | Dutch State TreasuryUml Agency                          |
| Panama                   | 1915–1983 | Sdn, Onu U.S. dollar                                    |
|                          | 1980–2005 | CLYPS U.S. dollar                                       |
| Paraguay                 | 1927–1947 | Sdn, Onu Uml                                            |
|                          | 1976–1982 |                                                         |
|                          | 1970–2005 | GFD U.S. dollar                                         |
|                          | 1990–2004 | CLYPS U.S. dollar                                       |
| Perù                     | 1822–1930 | RR (2008c) Stime in base alle emissioni obbligazionarie |
|                          | 1918–1970 | Sdn, Onu Uml                                            |
|                          | 1990–2005 | CLYPS U.S. dollar                                       |
|                          | 1970–2005 | GFD U.S. dollar                                         |
| Polonia                  | 1920–1947 | Sdn, Onu Uml                                            |
|                          | 1986–2005 | GFD U.S. dollar                                         |
| Portogallo               | 1851–1997 | Instituto Nacional Estadísticas                         |
|                          | 1914–1975 | Sdn, Onu Uml                                            |
|                          | 1980–2007 | Banco de Portugal In euro dal 1999                      |
| Regno Unito              | 1914–2007 | Sdn, Onu Uml                                            |
| Repubblica Centrafricana | 1970–2005 | GFD U.S. dollar                                         |
| Repubblica Dominicana    | 1914–1952 | Sdn, Onu Uml                                            |
|                          | 1961–2004 | Banco de la Republica U.S. dollar                       |
| Russia                   | 1815–1917 | RR (2008c)                                              |
|                          | 1922–1938 | Sdn, Onu Uml                                            |
|                          | 1993–2005 | Jeanne e Guscina (2006)                                 |
| Singapore                | 1969–1982 | Onu Uml                                                 |
| Spagna                   | 1850–2001 | Estadísticas Historicas de España: Siglos XIX-XX        |
|                          | 1999–2006 | Banco de España Euro                                    |
| Sri Lanka                | 1950–1983 | Onu Uml                                                 |
|                          | 1970–2005 | GFD U.S. dollar                                         |
|                          | 1990–2006 | Central Bank of Sri Lanka Uml                           |
| Svezia                   | 1914–1984 | Sdn, Onu Uml                                            |
|                          | 1950–2006 | Riksgälden Uml                                          |
| Thailandia (Siam)        | 1913–1984 | Sdn, Onu Uml                                            |
|                          | 1970–2005 | GFD U.S. dollar                                         |
|                          | 1980–2006 | Jeanne e GuscinaUml (2006), Bank of Thailand            |
| Tunisia                  | 1970–2005 | GFD U.S. dollar                                         |
|                          | 2004–2007 | Central Bank of Tunisia Uml                             |

|           |           |                  |                                                           |
|-----------|-----------|------------------|-----------------------------------------------------------|
| Turchia   | 1972–1982 | Sdn, Onu         | Uml                                                       |
|           | 1854–1933 | RR (2008c)       | Stime in base alle emissioni obbligazionarie              |
| Uruguay   | 1933–1984 | Sdn, Onu         | Uml                                                       |
|           | 1970–2005 | GFD              | U.S. dollar                                               |
|           | 1986–2007 | Turkish Treasury | U.S. dollar                                               |
|           | 1871–1930 | RR (2008c)       | Stime in base alle emissioni obbligazionarie              |
|           | 1914–1947 | Sdn, Onu         | Uml                                                       |
| Venezuela | 1972–1984 |                  |                                                           |
|           | 1970–2005 | GFD              | U.S. dollar                                               |
|           | 1980–2004 | CLYPS            | U.S. dollar                                               |
|           | 1822–1842 | RR (2008c)       | Stime in base alle emissioni obbligazionarie, U.S. dollar |
|           |           |                  |                                                           |
| Zambia    | 1914–1982 | Sdn, Onu         | Uml                                                       |
| Zimbabwe  | 1970–2005 | GFD              |                                                           |
|           | 1969–1982 | Onu              |                                                           |
|           | 1970–2005 | GFD              | U.S. dollar                                               |

**TABELLA A.2.4**  
Debito pubblico domestico

| Paese     | Periodo   | Fonti                                      | Commenti    |
|-----------|-----------|--------------------------------------------|-------------|
| Argentina | 1863–1971 | García Vizcaino (1972)                     | Uml         |
|           | 1914–1981 | Sdn, Onu                                   | Uml         |
|           | 1980–2005 | GFD, Jeanne e Guscina (2006)               | e           |
| Australia | 1914–1981 | Sdn, Onu                                   |             |
|           | 1980–2007 | Australian Office of Financial Management  | Uml         |
| Austria   | 1945–1984 | Onu                                        | Uml         |
|           | 1970–2006 | Austrian Federal Financing Agency          | Uml         |
| Belgio    | 1914–1983 | Sdn, Onu                                   | Uml Euro    |
|           | 1992–2007 | BNB, Centre d'études économiques de la KUL |             |
| Bolivia   | 1914–1953 | Sdn, Onu                                   | Uml         |
|           | 1968–1981 |                                            |             |
| Brasile   | 1991–2004 | CLYPS                                      | U.S. dollar |
|           | 1923–1972 | Sdn, Onu                                   | Uml         |
|           | 1991–2005 | GFD, Jeanne e Guscina (2006)               | e           |
| Canada    | 1867–2007 | Statistics Canada, Bank of Canada          | Uml         |
| Cile      | 1827–2000 | Díaz et al. (2005)                         | Uml         |
|           | 1914–1953 | Sdn, Onu                                   | Uml         |
|           | 1914–1946 | Onu                                        |             |

|                |           |                                                            |               |
|----------------|-----------|------------------------------------------------------------|---------------|
|                | 1990–2007 | Ministerio de Hacienda                                     | deU.S. dollar |
| Cina           | 1894–1949 | RR (2008c)                                                 | Uml           |
| Colombia       | 1923–2006 | Contraloria General de la Republica                        | Uml           |
| Corea          | 1970–1984 | Sdn, Onu                                                   | Uml           |
|                | 1990–2004 | Jeanne e Guscina (2006)                                    | Uml           |
| Costa d'Avorio | 1970–1980 | Onu                                                        | Uml           |
| Costa Rica     | 1892–1914 | Soley Güell (1926)                                         | Uml           |
|                | 1914–1983 | Sdn, Onu                                                   | Uml           |
|                | 1980–2007 | CLYPS, Ministerio de Hacienda                              | deU.S. dollar |
| Danimarca      | 1914–1975 | Sdn, Onu                                                   | Uml           |
|                | 1990–2007 | Danmarks Nationalbank                                      | Uml           |
| Ecuador        | 1914–1972 | Sdn, Onu                                                   | Uml           |
|                | 1990–2006 | Ministry of Finance                                        | U.S. dollar   |
| Egitto         | 1914–1959 | Sdn, Onu                                                   | Uml           |
|                | 2001–2005 | Ministero Finanza                                          | dellaUml      |
| Filippine      | 1948–1982 | Sdn, Onu                                                   | Uml           |
|                | 1980–2005 | GFD, Jeanne and Guscina (2006)                             |               |
| Francia        | 1913–1972 | Sdn, Onu                                                   | Uml           |
|                | 1999–2007 | Ministère du Budget, des comptes public                    | Uml           |
| Giappone       | 1872–2007 | Historical Statistics of Japan, Bank of Japan              | Uml           |
|                | 1914–1946 | Onu                                                        |               |
| Grecia         | 1920–1983 | Sdn, Onu                                                   | Uml           |
|                | 1912–1941 | Onu                                                        |               |
| Guatemala      | 1921–1982 | Sdn, Onu                                                   | Uml           |
|                | 1980–2005 | CLYPS                                                      | U.S. dollar   |
| Honduras       | 1914–1971 | Sdn, Onu                                                   | Uml           |
|                | 1980–2005 |                                                            | U.S. dollar   |
| India          | 1840–1920 | Statistical Abstract Relating to British India (anni vari) |               |
|                | 1913–1983 | Sdn, Onu                                                   | Uml           |
|                | 1980–2005 | Jeanne and Guscina (2006)                                  | Uml           |
| Indonesia      | 1972–1983 | Onu                                                        | Uml           |
|                | 1998–2005 | Bank Indonesia, GDF                                        |               |
| Italia         | 1880–1913 | Flandreau e Zumer (2004)                                   | Uml           |
|                | 1882–2007 | Dipartimento Tesoro                                        | delUml        |
|                | 1894–1914 | Sdn, Onu                                                   | Uml           |
| Kenya          | 1961–1980 | Sdn, Onu                                                   | Uml           |
|                | 1997–2007 | Central Bank Kenya                                         | ofUml         |
| Malaysia       | 1947–1957 | Sdn, Onu                                                   | Uml           |

|                       |           |                                                        |                   |
|-----------------------|-----------|--------------------------------------------------------|-------------------|
|                       | 1976–1981 |                                                        |                   |
|                       | 1980–2004 | Jeanne e Guscina<br>(2006)                             |                   |
| Marocco               | 1965–1980 | Onu                                                    | Uml               |
| Mauritius             | 1970–1984 | Sdn, Onu                                               | Uml               |
|                       | 1998–2007 | Bank of Mauritius                                      | Uml               |
| Messico               | 1814–1946 | Bazant (1968)                                          | Dati non continui |
|                       | 1914–1979 | Sdn, Onu                                               | Uml               |
|                       | 1980–2006 | Direccion General de<br>la Deuda Publica               |                   |
| Nuova Zelanda         | 1858–2006 | Statistics Zealand,<br>Zealand Treasury                | NewUml<br>New     |
| Nicaragua             | 1914–1945 | Sdn, Onu                                               | Uml               |
|                       | 1970–1983 |                                                        |                   |
|                       | 1991–2005 | CLYPS                                                  | U.S. dollar       |
| Norvegia              | 1880–1914 | Flandreau e Zumer<br>(2004)                            | Uml               |
|                       | 1913–1983 | Sdn, Onu                                               | Uml               |
|                       | 1965–2007 | Ministero della<br>Finanza                             | Uml               |
| Paesi Bassi           | 1880–1914 | Flandreau e Zumer<br>(2004)                            | Uml               |
|                       | 1914–1977 | Sdn, Onu                                               | Uml               |
|                       | 1914–2008 | Dutch State Treasury<br>Agency                         |                   |
| Panama                | 1915–1983 | Sdn, Onu                                               | U.S. dollar       |
|                       | 1980–2005 | CLYPS                                                  | U.S. dollar       |
| Paraguay              | 1927–1947 | Sdn, Onu                                               | Uml               |
|                       | 1976–1982 |                                                        |                   |
|                       | 1990–2004 | CLYPS                                                  | U.S. dollars      |
| Perù                  | 1918–1970 | Sdn, Onu Uml                                           | Uml               |
|                       | 1990–2005 | CLYPS                                                  | U.S. dollar       |
| Polonia               | 1920–1947 | Sdn, Onu                                               | Uml               |
|                       | 1994–2004 | Jeanne and Guscina<br>(2006)                           | Uml               |
| Portogallo            | 1851–1997 | Instituto Nacional<br>Estadisticas                     | Uml               |
|                       | 1914–1975 | Sdn, Onu                                               | Uml               |
|                       | 1980–2007 | Banco de Portugal                                      | In euro dal 1999  |
| Regno Unito           | 1914–2007 | Sdn, Onu                                               | Uml               |
| Repubblica Dominicana | 1914–1952 | Sdn, Onu                                               | Uml               |
| Russia                | 1922–1938 | Sdn, Onu                                               | Uml               |
|                       | 1993–2005 | Jeanne and Guscina<br>(2006)                           |                   |
| Singapore             | 1969–1982 | Onu                                                    | Uml               |
|                       | 1986–2006 | Monetary Authority                                     | Uml               |
| Spagna                | 1850–2001 | Estadisticas<br>Historicas de España:<br>Siglos XIX-XX | Uml               |
|                       | 1999–2006 | Banco de España                                        | Euro              |
| Sri Lanka             | 1950–1983 | Onu                                                    | Uml               |
|                       | 1990–2006 | Central Bank of Sri<br>Lanka                           | Uml               |

|             |           |                           |                     |
|-------------|-----------|---------------------------|---------------------|
| Stati Uniti | 1791–2007 | Treasury Direct           | Uml                 |
| Sud Africa  | 1859–1914 | Page (1919)               | Sterlina britannica |
|             | 1910–1983 | Sdn, Onu                  | Uml                 |
|             | 1946–2006 | South Africa Reserve Bank | Uml                 |
| Uruguay     | 1914–1947 | Sdn, Onu                  | Uml                 |
|             | 1972–1984 |                           |                     |
|             | 1980–2004 | CLYPS                     | U.S. dollar         |
| Venezuela   | 1914–1982 | Sdn, Onu                  | Uml                 |
|             | 1983–2005 | Jeanne e Guscina (2006)   | Uml                 |
| Zimbabwe    | 1969–1982 | Onu                       | Uml                 |

---

## Note

### *Prefazione*

<sup>1</sup> Tra i più notevoli quelli di Winkler (1928), Wynne (1951) e Marichal (1989).

<sup>2</sup> Tra le opere più recenti si ricorda l'eccellente e altrettanto interessante storia dei fondamenti della moneta e della finanza di Ferguson (2008). *Vedi anche* MacDonald (2006).

### *Introduzione*

<sup>1</sup> *Vedi* Shleifer e Vishny (1992) e Fostel e Geanakoplos (2008) per interessanti analisi tecniche di come le mutevoli fortune degli ottimisti e dei pessimisti possano avere un ruolo determinante nei cicli di indebitamento.

<sup>2</sup> Tra gli scritti classici sugli equilibri multipli e la fragilità finanziaria ricordiamo quelli di Diamond e Dybvig (1983) e Allen e Gale (2007) sul panico bancario, di Calvo (1988) sul debito pubblico e di Obstfeld (1996) sui tassi di cambio. *Vedi anche* Obstfeld e Rogoff (1996), capp. 6 e 9.

<sup>3</sup> *Vedi* Buchanan e Wagner (1977).

<sup>4</sup> Krugman (1979).

<sup>5</sup> *Vedi*, per esempio, North e Weingast (1988) e anche Ferguson (2008).

<sup>6</sup> *Vedi*, per esempio, Bernanke (1983) e Bernanke e Gertler (1990).

<sup>7</sup> Denominiamo la recente crisi globale «Seconda grande contrazione» in analogia con Friedman e Schwartz (1963) che hanno definito la Grande depressione degli anni trenta con l'espressione «Grande contrazione». Il termine *contrazione* descrive in modo efficace il crollo su vasta scala dei mercati creditizi e dei prezzi degli *assets* che ha caratterizzato la fase più intensa di questi eventi traumatici, insieme, naturalmente, alla contrazione dell'occupazione e della produzione.

## *PRIMA PARTE Crisi finanziarie: una guida semplice*

### *1. Varie crisi in tempi diversi*

<sup>1</sup> *Vedi* Reinhart e Rogoff (2004).

<sup>2</sup> Frankel e Rose (1996)

<sup>3</sup> *Ibid.*; Kaminsky e Reinhart (1999).

<sup>4</sup> *Vedi* Kaminsky e Reinhart (1999) per la costruzione di soglie per la datazione dei crolli delle quotazioni azionarie e Reinhart e Rogoff (2008b) per un'illustrazione dell'andamento dei prezzi degli immobili alla vigilia delle crisi bancarie nelle economie industrializzate.

<sup>5</sup> *Vedi* Kaminsky e Reinhart (1999), Caprio e Klingebiel (2003), Caprio *et al.* (2005) e Jácome (2008). Per il periodo precedente alla Seconda guerra mondiale, Willis (1926), Kindleberger (1989) e Bordo *et al.* (2001) forniscono informazioni multi-paese sulle crisi bancarie.

<sup>6</sup> *Vedi* Camprubri (1957) per il Perù, Cheng (2003) e McElderry (1976) per la Cina e Noel (2002) per il Messico.



<sup>7</sup> Questo non vuole essere un elenco esaustivo degli studiosi che hanno lavorato sulla storia dei default del debito sovrano.

<sup>8</sup> Tratte soprattutto da Lindert e Morton (1989), Suter (1992), Purcell e Kaufman (1993) e MacDonald (2006). In questo campo sono naturalmente letture indispensabili Winkler (1933) e Wynne (1951). Ulteriori importanti letture includono Eichengreen (1991a, 1991b, 1992) e Eichengreen e Lindert (1989).

<sup>9</sup> L'Honduras è attualmente ancora in default, dal 1981.

<sup>10</sup> A quanto sembra, un vecchio adagio del mondo degli affari recita: «Si sono persi più soldi a causa di quattro parole che sotto la minaccia di una pistola. Queste parole sono: “Questa volta è diverso”».

<sup>11</sup> Per esempio, intorno alla metà del decennio 1990-2000 la Thailandia affermò che la sua moneta non era agganciata al dollaro ma a un paniere (non precisato) di valute. Gli investitori potevano vedere chiaramente, tuttavia, che il paniere non conteneva gran che, oltre al dollaro; il tasso di cambio del bath con il dollaro fluttuava soltanto entro una ristretta banda di oscillazione.

<sup>12</sup> Tipicamente le banche centrali vanno incontro a perdite in caso di fallito tentativo di sostegno del cambio, perché vendono valute forti (per esempio, dollari) contro valuta locale (per esempio, baht). Quando il tasso di cambio della valuta locale crolla, la banca centrale che è intervenuta per sostenerlo deve sopportare una perdita in conto capitale.

## *2. Ripudio del debito: la genesi del ricorso all'inadempienza*

<sup>1</sup> Più oltre, nel capitolo 8, utilizzeremo nuovi dati storici sul debito pubblico domestico nei mercati emergenti e riscontreremo che rappresenta, in molti casi, un fattore significativo. Tuttavia, l'aver introdotto questa considerazione non comporta cambiamenti sostanziali del rilevante fenomeno dei default seriali qui illustrato.

<sup>2</sup> I dati relativi al livello di indebitamento del Giappone rispetto al Pnl sono tratti dal Fondo monetario internazionale, *World Economic Outlook*, ottobre 2008.

<sup>3</sup> In accordo, per alcuni aspetti, con i criteri adottati dalla Banca mondiale, abbiamo suddiviso i paesi in via di sviluppo, a seconda del livello di reddito pro capite, in due grandi gruppi: paesi a medio reddito (con un Pnl pro capite superiore nel 2005 a 755 dollari Usa) e paesi a basso reddito. La maggioranza (ma non tutte) delle economie emergenti che hanno accesso per importi consistenti a finanziamenti esteri privati sono paesi a medio reddito. Analogamente, la maggior parte (ma non tutti) dei paesi a basso reddito non hanno accesso ai mercati dei capitali privati e fanno ricorso principalmente a fonti ufficiali di finanziamento estero.

<sup>4</sup> Si noti che molti di questi episodi di default sono durati per molti anni, come vedremo nel capitolo 8.

<sup>5</sup> Si noti che le tabelle 2.1 e 2.2 riportano i dati del debito estero totale *lordo* perché gli stati debitori sono difficilmente in grado di tassare o confiscare in altro modo le attività detenute all'estero da privati cittadini. Per esempio, quando l'Argentina andò in default, nel 2001, per 95 miliardi di dollari Usa di debito estero, i suoi cittadini detenevano all'estero attività stimate da alcuni commentatori in circa 120-150 miliardi di dollari. Questo fenomeno non è insolito e ha rappresentato anzi la norma nelle crisi del debito del decennio 1980-1990.

<sup>6</sup> Seguendo un approccio del tutto diverso, uno studio sulla sostenibilità del debito del Fondo monetario internazionale (2002) individuò soglie del debito estero per i paesi in via di sviluppo (escludendo i paesi più poveri e molto indebitati) comprese tra il 31 e il 39 per cento, a seconda che fossero inclusi oppure no i finanziamenti ufficiali. I risultati che presenteremo più oltre inducono a ritenere che le soglie specifiche per i singoli paesi con propensione a ripudiare il debito siano probabilmente ancora più basse.

<sup>7</sup> Per maggiori informazioni sul sondaggio, vedi il numero di *Institutional Investor* del settembre 2002 e il suo sito Internet. Anche se non si tratta di un aspetto critico per la nostra successiva analisi, abbiamo interpretato i *rating* riportati in ciascun sondaggio semestrale come idonei a individuare il rischio di default a breve termine entro uno o due anni.

<sup>8</sup> Per alcuni paesi emergenti si potrebbero utilizzare come misura del rimborso atteso i prezzi del debito estero delle banche commerciali sul mercato secondario, disponibili a partire dalla metà del decennio 1980-90. Peraltro, le ristrutturazioni del debito del piano Brady del decennio 1990-2000 hanno comportato la conversione di buona parte di questo debito bancario in debito obbligazionario, e quindi dal 1992 in poi i prezzi del mercato secondario dovrebbero essere sostituiti dallo *spread* dell'Emerging Market Bond Index (Embi), che è tuttora l'indice di misura del rischio più usato. Questi indicatori basati sul mercato comportano un rilevante fattore di distorsione nella scelta del campione: quasi tutti i paesi inclusi nell'Embi e tutti i paesi per cui esistono per il decennio 1980-90 dati dei prezzi del debito sul mercato secondario hanno sperimentato eventi creditizi negativi, lasciando approssimativamente vuoto il gruppo di controllo costituito dai paesi non insolventi.

<sup>9</sup> Vedi il glossario del debito ( riquadro 1.1) per una breve spiegazione dei vari concetti di debito utilizzati nel presente studio.

<sup>10</sup> Questa elaborazione aggiorna il lavoro di Reinhart, Rogoff e Savastano (2003a), in cui erano state utilizzate soglie basate su un campione più piccolo di paesi per il periodo 1979-2002.

<sup>11</sup> Prasad, Rogoff, Wei e Kose (2003) hanno riscontrato che nel corso del decennio 1990-2000 le economie che erano di fatto relativamente aperte dal punto di vista finanziario sperimentarono, in media, un aumento della natura incostante dei consumi relativamente alla natura incostante della produzione, contrariamente all'ipotesi che l'integrazione dei mercati dei capitali diffonda i rischi della produzione specifici dei singoli paesi. Prasad *et al.* sostengono anche che l'evidenza empirica internazionale sugli effetti dell'integrazione dei mercati dei capitali sulla crescita mostra, nel migliore dei casi, solo deboli effetti positivi, e forse nessuno.

<sup>12</sup> Su questo argomento, vedi Kaminsky, Reinhart e Végh (2004).

<sup>13</sup> Naturalmente, non è sempre stato così. Prima del decennio 1980-90, molti governi ritenevano che gli Investimenti diretti esteri (Ide) in entrata nei loro paesi rappresentassero un'ipoteca sul loro futuro e pertanto preferivano finanziarsi con il debito. E dove prevalevano gli Ide (per esempio, negli investimenti nei settori petrolifero e delle risorse naturali nei decenni 1950-60 e 1960-70), molti paesi finirono per confiscare, successivamente, le attività delle imprese estere, generando nuovamente conseguenze traumatiche. Gli Ide non dovrebbero quindi essere considerati una panacea per una crescita non soddisfacente.

<sup>14</sup> Rogoff (1999) e Bulow e Rogoff (1990) ritengono che i sistemi giuridici dei paesi creditori dovrebbero essere emendati in modo da non far propendere più i flussi di capitale a favore del debito.

<sup>15</sup> I temi della riduzione del debito e dell'inversione del debito sono trattati nel riquadro 5.3.

### 3. Un database globale sulle crisi finanziarie in una prospettiva a lungo termine

<sup>1</sup> Citati specificamente nella bibliografia e nell'appendice statistica.

<sup>2</sup> Vedi gli studi «regionali» di Williamson (1999, 2000a, 2000b). Questi studi regionali contengono serie temporali per numerosi paesi in via di sviluppo da metà del 1800 a prima della Seconda guerra mondiale.

<sup>3</sup> Per OXLAD, vedi <http://oxlad.qeh.ox.ac.uk/>. Vedi anche Williamson (1999, 2000a, 2000b).

<sup>4</sup> Vedi <http://gpih.ucdavis.edu/> e <http://www.iisg.nl/hpw/>. Anche se la nostra analisi delle crisi inflazionistiche inizia dal 1500, molte serie di prezzi iniziano molto prima.

<sup>5</sup> HSous è citato nella bibliografia come Carter *et al.* (2006); l'*Economic History Data Desk* di Garner è accessibile all'indirizzo <http://home.comcast.net/~richardgarner04/>.

<sup>6</sup> Reinhart e Rogoff (2004).

<sup>7</sup> Vedi European State Finance Database (ESFDB), accessibile all'indirizzo <http://www.le.ac.uk/hi/bon/ESFDB/frameset.html>.

<sup>8</sup> Le serie temporali di Allen e Unger, *European Mercantile Prices 1260-1914*, sono accessibili all'indirizzo [http://www2.history.ubc.ca/unger/htm\\_files/new\\_grain.htm](http://www2.history.ubc.ca/unger/htm_files/new_grain.htm). Sevkett Pamuk ha costruito serie confrontabili per la Turchia fino alla Prima guerra mondiale (vedi <http://www.ata.boun.edu.tr/sevket%20pamuk.htm>).

<sup>9</sup> Vedi Maddison (2004). TED è disponibile all'indirizzo <http://www.ggdc.net/>.

<sup>10</sup> Le PPA sono calcolate con i pesi di Geary-Khamis. Il dollaro di Geary-Khamis, chiamato anche dollaro internazionale, è un'ipotetica unità monetaria che ha lo stesso potere di acquisto che aveva il dollaro Usa negli Stati Uniti in un determinato momento. Per confronti nel corso del tempo si usa come anno di riferimento il 1990. Il dollaro di Geary-Khamis consente di determinare il valore di un'unità monetaria locale all'interno del paese in questione. Viene utilizzato per effettuare comparazioni sia tra paesi diversi sia nel corso del tempo.

<sup>11</sup> Vi sono eccezioni. Per esempio, le accurate stime di Rodney Edvinsson per la Svezia dal 1720 al 2000, oppure HSous per gli Stati Uniti con inizio dal 1790, forniscono una base per analizzare i cicli economici più lontani nel tempo e le loro relazioni con le crisi.

<sup>12</sup> È ben noto che le entrate sono strettamente collegate al ciclo economico.

<sup>13</sup> Vedi, per esempio, le elaborazioni, disponibili sul sito internet degli autori, effettuate per la preparazione di Reinhart e Rogoff (2004).

<sup>14</sup> Vedi Mitchell (2003a, 2003b) e Kaminsky, Reinhart e Végh (2004).

<sup>15</sup> Vedi Brahmananda (2001), Yousef (2002) e Baptista (2006).

<sup>16</sup> Questi numeri sono sottostimati perché non comprendono i molti default del debito sovrano verificatisi prima del 1800, mentre, per quanto riguarda i default domestici, abbiamo appena incominciato a scalfire la superficie del fenomeno; vedi Reinhart e Rogoff (2008c).

<sup>17</sup> La descrizione seguente è tratta dal sito internet del Fmi, <http://www.imf.org/external/data.htm>: «Scaricamento di serie temporali di dati relativi a crescita del Pil, inflazione, disoccupazione, bilance dei pagamenti, esportazioni, importazioni, debito estero, flussi di capitale, prezzi delle merci e altro».

<sup>18</sup> Per alcuni paesi, come Paesi Bassi, Singapore e Stati Uniti, il debito pubblico è praticamente tutto domestico.

<sup>19</sup> Per l'Australia, il Ghana, l'India, la Corea e il Sud Africa, tra gli altri, abbiamo ricostruito i dati sul debito per gran parte del periodo coloniale.

<sup>20</sup> Vedi Miller (1926), Wynne (1951), Lindert e Morton (1989) e Marichal (1989).

<sup>21</sup> Flandreau e Zumer (2004) sono un'importante fonte di dati sull'Europa, 1880-1913.

<sup>22</sup> Nonostante questi limiti, continuano a essere un'utile misura degli afflussi di capitale lordi; il precedente campione comprendeva una quota relativamente piccola dei prestiti esteri privati o dei prestiti bancari.

<sup>23</sup> L'Indonesia, per il periodo precedente al 1972, è un buon esempio di un paese per cui questo tipo di elaborazione è stato particolarmente utile.

<sup>24</sup> Jeanne e Guscina (2006) hanno raccolto dati dettagliati sulla composizione del debito domestico ed estero per diciannove importanti mercati emergenti per il periodo 1980-2005; Cowan *et al.* (2006) hanno effettuato un'elaborazione analoga per tutti i paesi in via di sviluppo dell'emisfero occidentale per il periodo 1980-2004. Vedi

Reinhart, Rogoff e Savastano (2003a) per uno dei primi tentativi di misurare il debito pubblico domestico dei mercati emergenti.

<sup>25</sup> <http://www.imf.org/>.

<sup>26</sup> Il fatto che, spesso, alcuni dei paesi più poveri del mondo non rimborsino per intero i debiti nei confronti di prestatori ufficiali non può essere interpretato come una crisi finanziaria nel senso convenzionale, perché i prestatori ufficiali continuano, ciò nonostante, a erogare aiuti. Vedi Bulow e Rogoff (2005) per una trattazione dell'argomento correlato se non sarebbe preferibile trasformare esplicitamente le banche multilaterali per lo sviluppo in agenzie per l'aiuto allo sviluppo.

## SECONDA PARTE *Crisi del debito estero sovrano*

### 4. Una digressione sulle basi teoriche delle crisi del debito

<sup>1</sup> Nell'ultima parte degli anni venti la collettivizzazione della terra di Stalin ridusse la popolazione alla fame e la Russia aveva bisogno di risorse finanziarie per importare grano. Conseguentemente, nel 1930 e nel 1931 il paese vendette alcuni dei suoi tesori d'arte a stranieri, tra cui il magnate inglese del petrolio Calouste Gulbenkian e il banchiere americano Andrew Mellon. Ma certamente Stalin non pensò minimamente di usare parte dei proventi per rimborsare i vecchi debiti degli zar.

<sup>2</sup> Rassegne della letteratura sono contenute in Persson e Tabellini (1990) e Obstfeld e Rogoff (1996).

<sup>3</sup> Tomz (2007).

<sup>4</sup> Vedi Eaton e Gersovitz (1981).

<sup>5</sup> Se i paesi si indebitassero in misura sempre maggiore senza rimborsare mai, i livelli del debito in rapporto al reddito alla fine esploderebbero, sempre che il tasso di interesse reale mondiale (aggiustato in base al rischio) superi il tasso reale di crescita a lungo termine del paese, come dovrebbe generalmente accadere sia in pratica sia, con ipotesi ragionevolmente restrittive, in teoria.

<sup>6</sup> Più in generale, l'approccio teorico reputazionale elaborato da Eaton e Gersovitz ammette tipicamente un gran numero di equilibri (esiti), che possono essere tutti razionalizzati in base al medesimo meccanismo reputazionale.

<sup>7</sup> Vedi Bulow e Rogoff (1989b).

<sup>8</sup> Vedi Bulow e Rogoff (1989a).

<sup>9</sup> Bulow e Rogoff (1989b) illustrano un semplice esempio basato su una guerra tariffaria; Cole e Kehoe (1996) collocano questo tema in un contesto più generale.

<sup>10</sup> Borensztein *et al.* (1998) analizzano empiricamente la relazione tra gli Ide e la crescita economica.

<sup>11</sup> Vedi Diamond e Rajan (2001).

<sup>12</sup> Vedi Jeanne (2009).

<sup>13</sup> Vedi Sachs (1984).

<sup>14</sup> Vedi, per esempio, Obstfeld e Rogoff (1996, cap. 6).

<sup>15</sup> Vedi Bulow e Rogoff (1988a, 1989a).

<sup>16</sup> I cittadini di un paese creditore (escluse le banche) possono trarre guadagni dal commercio, così come i cittadini del paese debitore. Oppure, nel caso di un'istituzione finanziaria internazionale come il Fmi, creditori e debitori possono indurlo a effettuare pagamenti facendo leva sul timore del Fmi che un default possa contagiare altri debitori.

<sup>17</sup> Vedi Jayachandran e Kremer (2006).

<sup>18</sup> Vedi, per esempio, Broner e Ventura (2007).

<sup>19</sup> Vedi Barro (1974).

<sup>20</sup> Vedi North e Weingast (1988).

<sup>21</sup> Vedi Kotlikoff, Persson e Svensson (1988).

<sup>22</sup> Vedi Tabellini (1991).

<sup>23</sup> Vedi, per esempio, Barro e Gordon (1983).

## 5. Cicli di default sul debito sovrano estero

<sup>1</sup> MacDonald (2006), Ferguson (2008).

<sup>2</sup> Cipolla (1982).

<sup>3</sup> North e Weingast (1988), Weingast (1997).

<sup>4</sup> Carlos *et al.* (2005).

<sup>5</sup> Kindleberger (1989) è uno dei pochi studiosi che sottolineano che gli anni cinquanta non sono ancora stati ritenuti, come invece dovrebbero, un periodo di crisi finanziaria.

<sup>6</sup> In questo grafico i paesi in default sono pesati in base alle loro quote del reddito mondiale. Senza ponderazione (ciò che comporta, per esempio, che ai paesi più poveri dell'Africa e dell'Asia meridionale venga attribuito lo stesso peso del Brasile o degli Stati Uniti), il periodo che va dall'ultima parte degli anni sessanta al 1982 vedrebbe una percentuale ancora minore di paesi indipendenti in default.

<sup>7</sup> Kindleberger (1989) sottolinea che la fase più intensa di default si è verificata dopo la Seconda guerra mondiale, anche se non ne fornisce una quantificazione.

<sup>8</sup> Si noti che nella figura 5.2 le crisi del debito degli anni ottanta non sembrano così rilevanti come il precedente ciclo di default, perché negli anni ottanta i default interessarono solo paesi a medio e a basso reddito, mentre durante la Grande depressione, oltre alle economie emergenti, andarono in default numerose economie avanzate e diverse altre le seguirono durante la Seconda guerra mondiale.

<sup>9</sup> Calvo (1998) ne attribuisce la paternità al compianto Rudy Dornbusch, che cita il vecchio adagio bancario: «Non è la velocità a ucciderti. È lo stop improvviso». (Dornbusch *et al.*, 1995).

<sup>10</sup> Reinhart, Rogoff e Savastano (2003b) evidenziano che i paesi che hanno fatto registrare ripetuti default esteri sono stati caratterizzati anche da un'elevata inflazione.

<sup>11</sup> Fisher (1933).

<sup>12</sup> I default domestici generano fenomeni inflazionistici ancora peggiori; vedi capitolo 9.

<sup>13</sup> Vedi Calvo, Leiderman e Reinhart (1993), Dooley *et al.* (1996) e Chuhan *et al.* (1998) per studi precedenti che quantificano il ruolo dei fattori esterni che influenzano i flussi di capitale diretti ai mercati emergenti e il loro accesso ai mercati del credito. In merito alla possibilità di predire i default in base a fattori domestici e ad alcuni fattori globali vedi Manasse e Roubini (2005).

<sup>14</sup> Vedi Kaminsky, Reinhart e Végh (2004) e Aguiar e Gopinath (2007).

<sup>15</sup> Vedi lo studio di Reinhart e Reinhart (2009) i quali documentano che nei mercati emergenti negli anni che precedono le crisi del debito si verifica solitamente un boom negli afflussi di capitale. È da rilevare che da questa analisi emerge anche che i boom dei flussi di capitale precedono le crisi bancarie sia nelle economie avanzate sia in quelle emergenti.

<sup>16</sup> Per una più ampia trattazione dell'episodio, vedi Baker (1994).

<sup>17</sup> Hale (2003).

<sup>18</sup> Il riquadro 5.3 sintetizza alcuni risultati del lavoro di Reinhart, Rogoff e Savastano (2003a), che presentano l'evidenza empirica su questo caso di «veloce re-indebitamento».

<sup>19</sup> Reinhart, Rogoff e Savastano (2003a).

## 6. I default esteri nella storia

<sup>1</sup> Vedi Reinhart, Rogoff e Savastano (2003a), che ringraziano Harold James per questa osservazione.

<sup>2</sup> Winkler (1933), p. 29. Viene da chiedersi se Thomas Jefferson abbia letto quelle parole, poiché ebbe a dire, successivamente, che «l'albero della libertà deve essere rinfrescato di tanto in tanto con il sangue dei patrioti e dei tiranni».

<sup>3</sup> MacDonald (2006).

<sup>4</sup> *Ibid.*

<sup>5</sup> Kindleberger (1989).

<sup>6</sup> Reinhart, Rogoff e Savastano (2003a).

<sup>7</sup> Vedi, per esempio, Mauro *et al.* (2006).

<sup>8</sup> Gli stati latino-americani non furono i soli paesi che fecero ricorso al credito in questo periodo. Anche la Grecia (ancora impegnata nella lotta per l'indipendenza), il Portogallo e la Russia emisero obbligazioni denominate in sterline che furono collocate a Londra.

<sup>9</sup> Per un affascinante e fattuale racconto di quest'impresa, che si legge come un romanzo, vedi il libro di David Sinclair, del 2004, *The Land That Never Was: Sir Gregor MacGregor and the Most Audacious Fraud in History*. Dei 250 coloni che attraversarono l'Atlantico per recarsi a Poyais (che si pensava fosse situato nella Baia di Honduras, nel sito dell'attuale Belize), ne sopravvissero solo 50 per raccontarne la storia.

<sup>10</sup> MacGregor riuscì a raccogliere altre 40 000 sterline attraverso vari canali per un totale di 200 000 sterline, ben più delle 16 000 sterline raccolte dalla non immaginaria Federazione degli Stati Centroamericani durante il boom di prestiti degli anni 1822-25.

## TERZA PARTE *La storia dimenticata del debito e dei default domestici*

### 7. *Il debito e i default domestici: i fatti stilizzati*

<sup>1</sup> Reinhart, Rogoff e Savastano (2003a) hanno attinto a fonti nazionali per costruire un database per un certo numero di paesi in via di sviluppo e di mercati emergenti per il periodo 1990-2002. Più recentemente, Jeanne e Guscina (2006) hanno raccolto dati dettagliati sul debito domestico per diciannove importanti mercati emergenti dal 1980 al 2005. Cowan *et al.* (2006) hanno raccolto dati per tutti i paesi dell'emisfero occidentale dal 1980 (o 1990) al 2004. Reinhart e Rogoff (2008a) hanno predisposto un database complementare che comprende un'ampia gamma di variabili correlate, incluso il debito estero, cui pure abbiamo attinto in questo lavoro.

<sup>2</sup> In alcuni paesi latino-americani (tra cui, a tale riguardo, spicca l'Uruguay) il debito pubblico domestico non ha mai raggiunto importi consistenti e nei paesi africani CFA (termine che designava originariamente le Colonies françaises d'Afrique) i mercati del debito pubblico sono praticamente inesistenti.

<sup>3</sup> Naturalmente, nei primi anni del periodo tra le due guerre molti paesi ancorarono le loro monete all'oro.

<sup>4</sup> È anche da rilevare che fino a dieci o quindici anni fa il debito estero della maggior parte dei paesi era costituito prevalentemente da debito pubblico. I prestiti esteri privati hanno assunto una maggiore rilevanza solo negli ultimi due decenni; vedi Prasad *et al.* (2003). Arellano e Kocherlakota (2008) hanno sviluppato un modello per l'analisi della relazione tra il debito privato e il default sul debito pubblico estero.

<sup>5</sup> Per un'illustrazione delle vicende che seguono un periodo di elevata inflazione e delle sue conseguenze, vedi il capitolo 12.

<sup>6</sup> Su queste «pericolose» pratiche vedi Calvo (1991).

<sup>7</sup> Vedi Barro (1974).

<sup>8</sup> Sui primi vedi Woodford (1995), sui secondi Diamond (1965).

<sup>9</sup> Per esempio, Tabellini (1991) o Kotlikoff *et al.* (1988).

<sup>10</sup> Se si considerano alcuni recentissimi default sul debito domestico, il campione

può in effetti essere esteso a più di settanta default domestici.

<sup>11</sup> Brock (1989). Le riserve obbligatorie per i paesi in via di sviluppo del campione di Brock sono ammontate in media dal 1960 all'inizio degli anni ottanta a circa 0,25, più di tre volte rispetto a quelle delle economie avanzate.

<sup>12</sup> Un altro ingegnoso tipo di default è ben illustrato dal modo in cui il governo argentino ha gestito nel 2007 il debito indicizzato all'inflazione. La maggior parte degli osservatori imparziali concorda sul fatto che in quel periodo il tasso di inflazione ufficiale dell'Argentina era considerevolmente più basso dell'inflazione reale, perché manipolato dal governo. Questa sottovalutazione dell'inflazione ha rappresentato un default parziale sul debito indicizzato in base a qualsiasi ragionevole criterio di giudizio e ha interessato un gran numero di obbligazionisti. Tuttavia, questo episodio di default di fatto sulle obbligazioni domestiche dell'Argentina non ha ricevuto grande attenzione né sulla stampa estera né dalle agenzie di rating.

## *8. Il debito domestico: l'anello mancante che spiega insolvenza estera e alta inflazione*

<sup>1</sup> Una delle migliori fonti standard è Maddison (2004).

<sup>2</sup> Per esempio, Bulow e Rogoff (1988b), Reinhart, Rogoff e Savastano (2003a).

<sup>3</sup> Vedi Reinhart, Rogoff e Savastano (2003a).

<sup>4</sup> Per esempio, il test di Kolmogorov-Smirnov respinge l'ipotesi che le due distribuzioni di frequenza siano uguali al livello dell'1 per cento.

<sup>5</sup> Vedi Gavin e Perotti (1997) e Kaminsky, Reinhart e Végh (2004) per l'evidenza empirica sulle politiche macroeconomiche procicliche. Vedi anche Aguiar e Gopinath (2007) per un modello in cui il comportamento prociclico delle partite correnti può essere razionalizzato in base alla prevalenza nei mercati emergenti degli shock permanenti rispetto a quelli temporanei.

<sup>6</sup> Naturalmente, i paesi ricchi di oggi hanno sperimentato in passato analoghi problemi, quando erano anch'essi insolventi seriali e adottavano politiche fiscali marcatamente procicliche.

<sup>7</sup> Vedi Cagan (1956). Il reddito da signoraggio è il reddito reale che uno stato può realizzare attraverso il monopolio sull'emissione della moneta. Tale reddito si può suddividere tra la quantità di moneta necessaria per soddisfare la crescente domanda per l'effettuazione delle transazioni a prezzi costanti e la parte eccedente, che provoca inflazione, riducendo così il potere d'acquisto della moneta in circolazione. Questo secondo effetto è chiamato in genere imposta da inflazione. In un noto studio, Sargent (1982) vi include i dati sui titoli del Tesoro detenuti dalle banche centrali dopo la Prima guerra mondiale per cinque paesi (Austria, Cecoslovacchia, Germania, Ungheria e Polonia). Ma, naturalmente, nell'ambito del bilancio consolidato dello stato questi debiti si compensano.

<sup>8</sup> Vedi Dornbusch e Fischer (1993).

<sup>9</sup> Naturalmente la possibilità di approfittare di un'inflazione inattesa per andare in default sul debito nominale è ben compresa dalla letteratura teorica, come in Barro (1983).

<sup>10</sup> Il caso del Brasile è eccezionale in quanto una parte del debito era indicizzata all'inflazione, ma gli sfasamenti temporali del meccanismo di indicizzazione rendevano ugualmente possibile al governo di conseguire un sostanziale alleggerimento del debito, purché il tasso d'inflazione fosse sufficientemente alto. Ed è proprio ciò che è accaduto: infatti, il paese ha continuato per molti anni a entrare e uscire dall'iperinflazione.

<sup>11</sup> Calvo e Guidotti (1992) hanno sviluppato un modello della struttura ottimale delle scadenze del debito nominale in cui il governo si trova di fronte alla scelta di

rinunciare alla flessibilità (cioè all'opzione di alleggerire l'indebitamento a lungo termine attraverso l'inflazione in caso di difficoltà finanziarie) a vantaggio di un'elevata credibilità dell'opzione di mantenere un basso tasso di inflazione (conseguita privilegiando l'indebitamento a scadenze molto brevi, che è più difficile cancellare con l'inflazione).

### *9. Default interno ed estero: qual è il peggiore? quale categoria di creditori è meno penalizzata?*

<sup>1</sup> Si noti che altri indicatori economici (oltre all'inflazione e alla crescita del Pil pro capite, che esaminiamo nel dettaglio) contribuirebbero a dare una risposta più articolata alla questione, molto ampia, in merito a quanto cattiva debba essere la situazione prima che un paese consideri l'opzione del default. (Specificamente, gli impatti del default domestico rispetto al default estero sugli indicatori sociali relativi alla povertà, alla salute, alla distribuzione del reddito, e così via, dovrebbero, in teoria, essere molto differenti.)

<sup>2</sup> Non sorprende, naturalmente, che l'inflazione aumenti dopo i default esteri, soprattutto per effetto della forte svalutazione del cambio che segue tipicamente questi episodi.

<sup>3</sup> Abbiamo escluso da queste medie il default domestico della Bolivia del 1982, perché l'inflazione ha raggiunto il picco più alto, pari a oltre l'11 000 per cento, nell'anno precedente ( $t - 1$ ) il default domestico.

<sup>4</sup> Reinhart e Savastano (2003) illustrano la conversione forzata dei depositi bancari in valuta estera (adottata anche in Argentina nel 2002) durante gli episodi di iperinflazione in Bolivia e Perù.

<sup>5</sup> Naturalmente, gli Stati Uniti rappresentano, nel periodo attuale, un'eccezione. Il debito statunitense è praticamente tutto domestico (dato che le obbligazioni emesse ai tempi di Carter sono scadute). Inoltre, circa il 40 per cento è detenuto da non residenti (prevalentemente banche centrali e altre istituzioni ufficiali) ed è interamente denominato in dollari. L'inflazione negli Usa colpirebbe quindi anche i non residenti.

<sup>6</sup> L'impennata dei default esteri negli anni venti dell'Ottocento è dovuta alla prima ondata di default del debito sovrano dei paesi di recente indipendenza dell'America latina, molto studiata in letteratura. Ma in quel periodo andarono in default anche la Grecia e il Portogallo.

<sup>7</sup> Vedi figura 9.6.

<sup>8</sup> Drazen (1998).

<sup>9</sup> Vedi Alesina e Tabellini (1990).

<sup>10</sup> Oltre a pubblicare i dati sul debito, le istituzioni finanziarie internazionali come il Fondo monetario internazionale e la Banca mondiale potrebbero svolgere un'utile funzione anche diffondendo le informazioni sulle *best practices* (vedi, per esempio, in merito all'evoluzione del loro ruolo istituzionale, Wallis e Weingast 1988).

## *QUARTA PARTE Crisi bancarie, inflazione e crisi valutarie*

### *10. Le crisi bancarie*

<sup>1</sup> Vedi Gorton (1988) e Calomiris e Gorton (1991) sugli episodi di panico bancario prima della Seconda guerra mondiale; Sundararajan e Baliño (1991) per numerosi *case studies* su mercati emergenti; e Jácome (2008) sulle crisi bancarie in America latina.

<sup>2</sup> Tra gli studi che comprendono episodi sia nelle economie avanzate sia in quelle emergenti ricordiamo quelli di Demirgüç-Kunt e Detragiache (1998), Kaminsky e



Reinhart (1999) e Bordo *et al.* (2001).

<sup>3</sup> Vedi, per esempio, Agénor *et al.* (2000).

<sup>4</sup> Reinhart e Rogoff (2008a, 2008c) evidenziano che, tipicamente, la crescita della produzione rallenta prima di una crisi.

<sup>5</sup> Vedi Diamond e Dybvig (1983).

<sup>6</sup> *Ibid.*

<sup>7</sup> Vedi Bernanke e Gertler (1990).

<sup>8</sup> Vedi Kiyotaki e Moore (1997).

<sup>9</sup> Vedi, per esempio, Bernanke e Gertler (1995).

<sup>10</sup> Vedi Bernanke *et al.* (1999).

<sup>11</sup> Ciò vale per i default sul debito estero. La diffusa abrogazione delle clausole oro e altre forme di ristrutturazione del debito domestico negli Stati Uniti e in altre economie sviluppate durante la Grande depressione degli anni trenta sono considerate default del debito sovrano sul debito domestico (debito emesso in base alle normative nazionali).

<sup>12</sup> Come abbiamo già avvertito, nonostante i nostri sforzi la rilevazione delle crisi finanziarie nei paesi più poveri potrebbe essere incompleta, specialmente per i periodi più lontani nel tempo.

<sup>13</sup> Per l'esattezza, i paesi avanzati hanno fatto registrare in media 7,2 crisi a fronte delle 2,8 dei paesi emergenti.

<sup>14</sup> Vedi Obstfeld e Taylor (2004).

<sup>15</sup> Vedi Kaminsky e Reinhart (1999).

<sup>16</sup> Vedi Demirgüç-Kunt e Detragiache (1998). Vedi anche Drees e Pazarbasioglu (1998) per una penetrante trattazione dell'esperienza dei paesi nordici in tema di liberalizzazione finanziaria.

<sup>17</sup> Vedi Caprio e Klingebiel (1996).

<sup>18</sup> Per definire un boom dei flussi di capitale Reinhart e Reinhart (2009) hanno adottato un algoritmo tale da permettere un trattamento uniforme dei vari paesi, ma sufficientemente flessibile per consentire di tener conto di differenze significative nei saldi delle partite correnti dei paesi stessi. Come Kaminsky e Reinhart (1999), hanno fissato una soglia per la definizione dei boom comune per tutti i paesi (in questo caso, il ventesimo percentile del campione). Questa soglia includeva la maggior parte degli episodi più noti in letteratura ma non era così inclusiva da classificare come boom un deterioramento delle partite correnti di natura essenzialmente ordinaria. Dato che le distribuzioni di frequenza sottostanti presentano una considerevole variabilità tra i vari paesi, la soglia comune determina per i diversi paesi punti di demarcazione alquanto differenziati. Per esempio, nel caso dell'India, relativamente chiusa al commercio internazionale, il limite per definire un boom è un rapporto tra il deficit delle partite correnti e il Pil superiore all'1,8 per cento, mentre per un paese aperto agli scambi commerciali come la Malaysia il limite comparabile è costituito da un rapporto tra deficit e Pil del 6,6 per cento.

<sup>19</sup> Reinhart e Reinhart hanno effettuato elaborazioni comparabili per le crisi valutarie, del debito e inflazionistiche.

<sup>20</sup> Vedi Reinhart e Reinhart (2009).

<sup>21</sup> Vedi Mendoza e Terrones (2008). Vedi anche il lavoro di Kaminsky e Reinhart (1999) che hanno studiato anche la crescita del credito reale disponibile per il settore privato in concomitanza con le crisi bancarie e valutarie.

<sup>22</sup> Vedi Reinhart e Rogoff (2008b). Gli anni indicati si riferiscono all'inizio della crisi.

<sup>23</sup> Vedi Bordo e Jeanne (2002).

<sup>24</sup> Vedi Gerdrup (2003).

<sup>25</sup> Confronti storici sono di difficile effettuazione, perché la maggior parte delle serie dei prezzi reali delle case si riferisce ai periodi più recenti; abbiamo tuttavia incluso in questa categoria due episodi più datati: quello degli Stati Uniti durante la Grande depressione e quello della Norvegia alla fine del XIX secolo (1898).

<sup>26</sup> Vedi lo studio di Ceron e Suarez (2006), che ne stimano la durata media in sei anni.

<sup>27</sup> Per esempio, Agénor *et al.* (2000) presentano evidenze che dimostrano che la produzione e i consumi reali sono molto più volatili nei mercati emergenti; Kaminsky, Reinhart e Végh (2003) presentano evidenze che attestano che nei mercati emergenti l'ampiezza del ciclo della spesa pubblica reale è maggiore di vari ordini di grandezza.

<sup>28</sup> Questa ipotesi è coerente con il fatto che i prezzi delle case sono caratterizzati da un'inerzia molto maggiore rispetto ai prezzi dei titoli azionari.

<sup>29</sup> Vedi Philippon (2007).

<sup>30</sup> Vedi Frydl (1999) e Norges Bank (2004). Vedi anche Sanhueza (2001), Hoggarth *et al.* (2005) e Caprio *et al.* (2005).

<sup>31</sup> Ci si trova di fronte a un problema analogo negli studi volti a determinare l'efficacia degli interventi in campo valutario attraverso la misurazione della redditività delle operazioni di acquisto o di vendita su tale mercato. I risultati dipendono in modo significativo dall'estensione della finestra temporale e da assunti impliciti in merito ai costi finanziari. Vedi Neely (1995).

<sup>32</sup> Vedi Vale (2004).

<sup>33</sup> Vedi, per esempio, Frydl (1999), Kaminsky e Reinhart (1999) e specialmente Rajan *et al.* (2008), che studiano le conseguenze in termini di produzione della contrazione del credito che segue le crisi bancarie utilizzando dati microeconomici. Rileviamo che i casi di crollo della produzione studiati da Barro e Ursúa (2008) sono associati praticamente tutti a crisi bancarie.

<sup>34</sup> Le entrate (da Mitchell, 2003a, 2003b) sono deflazionate in base agli indici dei prezzi al consumo; le numerose fonti di questi dati sono riportate, suddivise per paese e per periodo di tempo, nell'appendice A.2.

<sup>35</sup> In realtà, in alcuni importanti casi, come quello del Giappone, la crescita accelerata del debito prosegue per più di un decennio, e quindi il dato a tre anni sottostima di molto le conseguenze a lungo termine.

<sup>36</sup> Si noti che la figura 10.10 mostra la percentuale di variazione del debito anziché il rapporto tra debito e Pil, al fine di evitare le distorsioni derivanti dalle forti contrazioni del Pil che accompagnano talvolta le crisi. Tuttavia, anche se si guardasse al rapporto tra debito e Pil, la lettura del fenomeno sarebbe la medesima. Si noti che i calcoli si basano sul debito delle amministrazioni centrali degli stati.

<sup>37</sup> Una questione importante, studiata da Barro (2009), è come gravi crisi bancarie, attraverso repentine variazioni nella liquidità del mercato, possano amplificare gli effetti sui prezzi degli assets.

## 11. Il default attraverso lo svilimento della moneta: il sistema preferito dal «vecchio mondo»

<sup>1</sup> Vedi, per esempio, Sargent e Velde (2003). Ferguson (2008) propone una stimolante illustrazione delle origini della moneta.

<sup>2</sup> Vedi Winkler (1928).

<sup>3</sup> MacDonald (2006).

## 12. Inflazione e crisi valutarie moderne

<sup>1</sup> Végh (1992) e Fischer *et al.* (2002) sono letture essenziali per una rassegna degli studi sulle crisi inflazionistiche relativamente moderne.

<sup>2</sup> I dati della tabella 12.2 risalgono per molti paesi – come, per esempio, la Malaysia – a un periodo anteriore all'anno dell'indipendenza.

<sup>3</sup> La Cina, che ha inventato la macchina per la stampa molto prima dell'Europa, ha sperimentato famosi episodi di alta inflazione creati dalla moneta cartacea nel XII e XIII secolo. (Per maggiori notizie su questo argomento, vedi, per esempio, Fischer *et al.* 2002.) Anche questi episodi sono compresi nel nostro database.

<sup>4</sup> Reinhart e Rogoff (2002).

<sup>5</sup> Cagan (1956).

<sup>6</sup> Nel momento in cui scriviamo, il tasso di inflazione «ufficiale» dell'Argentina è pari all'8 per cento; fonti informate lo stimano al 26 per cento.

<sup>7</sup> Reinhart, Rogoff e Savastano (2003b).

<sup>8</sup> Il successivo paragrafo tratta in modo particolareggiato le vicende di paesi che hanno fatto registrare forti riduzioni del grado di dollarizzazione domestica, anche nel contesto di politiche disinflazionistiche.

<sup>9</sup> Reinhart e Rogoff (2004) dimostrano che paesi con sistemi dei cambi duali tendono a conseguire risultati peggiori in termini di crescita media e molto peggiori in termini di inflazione.

<sup>10</sup> Un andamento di questo tipo ha caratterizzato in particolare nella seconda metà degli anni novanta le economie in transizione (per esempio, Azerbaigian, Bielorussia, Lituania e Russia) ma è stato presente anche in altri paesi e periodi: per esempio, in Bolivia e Perù nella prima parte degli anni ottanta e in Egitto a metà degli anni novanta.

<sup>11</sup> Vedi Bufman e Leiderman (1992).

<sup>12</sup> Vedi Dornbusch e Werner (1994).

## QUINTA PARTE *Il tracollo dei subprime americani e la Seconda grande contrazione*

### 13. *La crisi dei subprime negli Usa: un raffronto internazionale e storico*

<sup>1</sup> Come indicato nella nota 7 al preambolo, utilizziamo il termine «Seconda grande contrazione» sulla traccia della descrizione degli anni trenta come «Grande contrazione» formulata da Friedman e Schwartz (1963). Si vedano anche Felton e Reinhart (2008, 2009), che usano il termine «Prima crisi finanziaria globale del XXI secolo».

<sup>2</sup> Si veda il capitolo 10 per un'ulteriore discussione dell'argomento.

<sup>3</sup> Abbiamo analizzato maggiormente nei dettagli questo aspetto nel capitolo 10.

<sup>4</sup> I pesanti controlli esercitati dalla Cina sui capitali hanno risparmiato a tale paese il contagio dei tracolli valutari durante la crisi asiatica, ma non lo hanno protetto da una costosa crisi bancaria sistemica generata principalmente dagli ingenti crediti effettuati a imprese inefficienti e fallimentari di proprietà statale.

<sup>5</sup> La figura 13.1 non rispecchia per intero la misura dell'attuale incremento delle crisi finanziarie, poiché l'Irlanda e l'Islanda (che stanno entrambe vivendo una crisi bancaria nel momento in cui scriviamo) non fanno parte del nucleo del nostro campione, composto da sessantasei paesi.

<sup>6</sup> L'indice Case-Shiller è stato descritto da Robert Shiller (2005) e negli anni più recenti è stato pubblicato con cadenza mensile in congiunzione all'indice Standard and Poor's (come descritto nel sito web di quest'ultima, [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com)). L'indice Case-Shiller è focalizzato sulla rivendita delle stesse case e pertanto si può sostenere che sia uno strumento di misurazione dei movimenti dei prezzi più preciso di quanto non lo siano gli indici che prendono in considerazione tutte le vendite. Naturalmente vi sono molte distorsioni anche nell'indice Case-Shiller (per esempio, è limitato alle principali aree metropolitane). Tuttavia tale indice viene ampiamente considerato il più preciso strumento di misurazione dei cambiamenti dei prezzi delle case negli Stati Uniti.

<sup>7</sup> L'indice Case-Shiller sembra dipingere una storia alquanto plausibile dei prezzi

delle case, ma osserviamo che l'elaborazione della serie ha richiesto un notevole numero di supposizioni al fine di interpolare i dati mancanti per alcuni intervalli di tempo, in particolare per quelli precedenti alla Seconda guerra mondiale.

<sup>8</sup> Il saldo delle partite correnti è fondamentalmente una misurazione più ampia della bilancia commerciale – importazioni meno esportazioni – estesa fino a includere i rendimenti degli investimenti. Va notato che le partite correnti rappresentano la somma dei flussi di indebitamento estero sia statale sia privato; non sono la stessa cosa del deficit statale. È perfettamente possibile che lo stato abbia un deficit fiscale e che tuttavia le partite correnti registrino un surplus, fatto salvo che i risparmi privati agiscano da fattore di compensazione.

<sup>9</sup> Greenspan (2007).

<sup>10</sup> *Economist Magazine*, «The O'Neill Doctrine», editoriale del 25 aprile 2002.

<sup>11</sup> Bernanke (2005).

<sup>12</sup> Vedi Philippon (2007).

<sup>13</sup> La cartolarizzazione dei mutui implica il raggruppamento e il reimpacchettamento di insiemi di mutui al fine di trasformare prestiti individuali altamente specifici in prodotti maggiormente standardizzati. Pertanto, visto che le partite correnti degli Stati Uniti erano il frutto di un'innovazione finanziaria Usa di qualità superiore, non c'era nulla di cui preoccuparsi. O almeno così ritenevano i maggiori responsabili della regolamentazione finanziaria negli Stati Uniti.

<sup>14</sup> Vedi Obstfeld e Rogoff (2001, 2005, 2007).

<sup>15</sup> Obstfeld e Rogoff (2001).

<sup>16</sup> Roubini e Setser (2004).

<sup>17</sup> Krugman (2007). Willy Coyote è lo sfortunato personaggio del cartone animato *Road Runner*, creato da Chuck Jones. I suoi piani falliscono immancabilmente e mentre continua a correre dopo avere superato i limiti di una rupe passano alcuni attimi prima che ci si renda conto che sotto i suoi piedi c'è il vuoto.

<sup>18</sup> Vedi Obstfeld e Rogoff (2009) per una discussione più dettagliata della letteratura; vedi anche Wolf (2008).

<sup>19</sup> Dooley *et al.* (2004a, 2004b).

<sup>20</sup> Cooper (2005).

<sup>21</sup> Hausmann e Sturzenegger (2007).

<sup>22</sup> Secondo Curcuru *et al.* (2008) l'ipotesi della «materia oscura» non è confermata dai dati.

<sup>23</sup> Vedi Bernanke e Gertler (2001).

<sup>24</sup> Bordo e Jeanne (2002), Banca dei regolamenti internazionali.

<sup>25</sup> Vedi Rolnick (2004).

<sup>26</sup> Abbiamo per la prima volta rilevato le notevoli somiglianze tra la crisi dei *subprime* USadel 2007 e altre crisi finanziarie profonde in Reinhart e Rogoff (2008b), pubblicato nel dicembre 2007. Nel momento in cui scriviamo i fatti confermano pressoché per intero tale interpretazione degli eventi. Tra le fonti da noi utilizzate vi erano Caprio e Klingebiel (1996 e 2003), Kaminsky e Reinhart (1999) e Caprio *et al.* (2005).

<sup>27</sup> Più avanti esamineremo alcune metriche alternative per la misurazione della profondità di tali crisi finanziarie, sostenendo che i criteri di misurazione tradizionali, come i costi fiscali del risanamento delle banche, sono di gran lunga troppo limitati.

<sup>28</sup> Vedi, per esempio, Kaminsky, Lizondo e Reinhart (1998) e Kaminsky e Reinhart (1999).

<sup>29</sup> Per gli Stati Uniti, come già specificato in precedenza in questo capitolo, i prezzi delle case vengono misurati in base all'indice Case-Shiller. I rimanenti dati sui prezzi delle case sono stati resi disponibili dalla Banca dei regolamenti internazionali e vengono descritti da Gregory D. Sutton (2002). Naturalmente i dati internazionali sui prezzi delle case hanno numerosi limiti; di norma il periodo che coprono non è

sufficientemente lungo da consentire un raffronto più approfondito tra cicli di business diversi. Tuttavia riescono probabilmente a catturare in misura ragionevole la variabile che più ci interessa, quella dei cali dei prezzi delle case dal picco al punto di minimo, anche se forse esagerano la durata della caduta, perché riflettono in maniera relativamente lenta i cambiamenti dei prezzi di mercato sottostanti.

<sup>30</sup> Per gli Stati Uniti l'indice è lo S&P 500.

<sup>31</sup> Secondo Reinhart e Reinhart (2009), il periodo 2005-07 può essere definito, per quanto riguarda gli Stati Uniti, un «boom degli afflussi di capitale» (vale a dire un periodo di afflussi di capitale di dimensioni abnormi, che poi è un altro modo per indicare un indebitamento estero superiore alla media).

<sup>32</sup> In linea di principio, l'aumento del debito pubblico reale viene determinato prendendo l'aumento del debito pubblico nominale e adeguandolo in base all'aumento dell'inflazione di tutti i prezzi.

<sup>33</sup> Si vedano le conclusioni di Reinhart e Reinhart (2008), che spiegano questi cambiamenti dei tassi d'interesse e dei tassi di cambio come anomalie, nel caso degli Stati Uniti, perché questi ultimi sono troppo grandi per fallire.

#### 14. *All'indomani delle crisi finanziarie*

<sup>1</sup> Il raffronto include anche due episodi anteguerra relativi a paesi sviluppati per i quali disponiamo di dati sui prezzi delle case e di altri dati pertinenti.

<sup>2</sup> Per chiarezza, i calcoli «dal picco al punto di minimo» vengono effettuati individualmente, serie per serie. Le date del punto di minimo e del picco sono quelle più prossime alla data della crisi e si riferiscono al massimo e al minimo locali (e non globali), seguendo in larga parte l'approccio sperimentato per la prima volta da Burns e Mitchell (1946) nel loro classico studio dei cicli di business negli Stati Uniti. Così, per esempio, nel caso del prezzo delle azioni giapponesi il punto di minimo è il livello più basso toccato localmente nel 1995, anche se la successiva ripresa del mercato delle azioni ha lasciato i prezzi molto al di sotto del loro precedente picco prima della crisi (e anche se i punti di minimo successivi corrispondono a prezzi ancora più bassi).

<sup>3</sup> Nel capitolo 10 abbiamo esaminato le crisi finanziarie verificatesi in sessantasei paesi nel corso di un intervallo di tempo di duecento anni, sottolineando gli ampi paralleli esistenti tra i mercati emergenti e i paesi sviluppati, ivi inclusa, per esempio, la pressoché generale impennata del debito statale.

<sup>4</sup> La media storica, indicata nel diagramma dalla barra nera, non include le crisi in corso.

<sup>5</sup> In particolare, le statistiche ufficiali sulla disoccupazione non riflettono appieno né la «sottoccupazione» diffusa in molti mercati emergenti né l'ampio settore informale.

<sup>6</sup> Vedi ancora una volta Calvo (1998) e Dornbusch *et al.* (1995).

<sup>7</sup> Vedi Fondo monetario internazionale (anni vari), *World Economic Outlook*, aprile 2002, capitolo 3.

<sup>8</sup> Altri interessanti raffronti e paralleli con la Grande depressione vengono presentati in Eichengreen e O'Rourke (2009).

#### 15. *Le dimensioni internazionali della crisi dei subprime: frutto di un contagio o di fondamentali comuni?*

<sup>1</sup> Il Fmi rappresenta, in effetti, il creditore di ultima istanza per i paesi che si avvia all'economia di mercato, che tipicamente incontrano grandi difficoltà a emettere nuovo debito durante una crisi. Data la quadruplicazione delle risorse del Fmi concordata in occasione della riunione dei capi di stato e di governo del G-20 (che

includeva quelli dei paesi più ricchi e dei maggiori paesi emergenti) tenutasi a Londra il 2 aprile 2009, il panico che si era diffuso sui mercati mondiali relativamente ai rischi di insolvenza sul debito sovrano si è notevolmente placato. Le garanzie del Fmi valgono, tuttavia, solo per il debito pubblico e verso la metà del 2009 i differenziali di rischio sul debito delle aziende dei paesi emergenti rimanevano elevati, mentre i tassi di fallimento aziendale continuavano ad aumentare. Resta da vedere in quale misura tali problemi di debito si trasmetteranno ai governi, se mai si trasmetteranno, attraverso i salvataggi, come è spesso avvenuto in passato.

<sup>2</sup> Kaminsky, Reinhart e Végh (2003); citazione da p. 55, corsivi nostri.

<sup>3</sup> Bordo e Murshid (2001), Neal e Weidenmier (2003). Neal e Weidenmier sottolineano che i periodi di evidente contagio possono essere interpretati nel modo più corretto come reazioni a shock comuni, un aspetto sul quale torneremo nel contesto della crisi più recente. Ma forse l'aspetto più sostanziale della prospettiva storica sui contagi finanziari è riassunto nel migliore dei modi da Bordo e Murshid, i quali concludono che vi sono scarse prove a sostegno della tesi secondo cui nel periodo più recente i nessi tra paesi diversi all'indomani delle singole crisi sono più stretti rispetto a quanto non lo fossero nel periodo 1880-1913, al primo fiorire della globalizzazione dei mercati finanziari oggetto del loro studio.

<sup>4</sup> La tabella 15.1 non include altri «tipi» di crisi a catena, come l'ondata di default del debito sovrano durante il 1825, oppure i crack valutari o lo svilimento della coniazione delle Guerre napoleoniche. Ancora una volta gli indici messi a punto nel capitolo 16 ci consentiranno di cogliere questa sorta di affastellamento delle crisi di paesi diversi e di tipo diverso.

<sup>5</sup> Vedi Neal e Weidenmier (2003) e Reinhart e Rogoff (2008a).

<sup>6</sup> A causa dell'opacità dei bilanci di molti istituti finanziari di tali paesi la piena misura dell'esposizione rimane fino a oggi ignota.

<sup>7</sup> Vedi Reinhart e Reinhart (2009) per un elenco completo degli episodi di boom degli afflussi di capitale.

## 16. Indicatori compositi del disordine finanziario

<sup>1</sup> Kaminsky e Reinhart (1999).

<sup>2</sup> Il computo si estenderebbe a sei varietà di crisi se venisse inclusa anche la tosatura delle monete. Abbiamo tuttavia deciso di non includerla per due motivi: in primo luogo i dati sul contenuto metallico delle valute dei diversi paesi (circa una dozzina) sono di gran lunga più limitati; in secondo luogo, le macchine da stampa hanno vanificato la tosatura e sganciato le valute in circolazione da una base metallica con l'emergere della moneta a corso forzoso. Poiché il periodo da noi analizzato ai fini dell'indice composito delle turbolenze è successivo al 1800 (l'anno da noi selezionato come inizio delle crisi bancarie vere e proprie), l'esclusione delle crisi dovute a tosatura non è altrettanto problematica di quanto non lo sia per il periodo 1300-1799, quando la tosatura imperversava.

<sup>3</sup> Questo vale anche per le misurazioni dicotomiche delle crisi da noi utilizzate (e utilizzate anche dalla maggior parte degli studi in generale). Naturalmente è possibile prendere in considerazione altre gradazioni delle crisi in grado di fornire una misura della loro gravità.

<sup>4</sup> Come abbiamo già osservato, non sarebbe difficile raffinare questa misura includendo tre categorie, per esempio, l'alta inflazione (superiore al 20 per cento, ma inferiore al 40 per cento), l'inflazione molto alta (superiore al 40 per cento, ma inferiore al 1000 per cento) e l'iperinflazione (pari o superiore al 1000 per cento).

<sup>5</sup> In particolare gli episodi di crolli associati a crisi finanziarie internazionali e a turbolenze (per la maggior parte nelle economie avanzate).

<sup>6</sup> Il nostro elenco di crisi economiche non include le crisi dovute a crollo della

crescita così come definite da Barro e Ursúa (2008, 2009), che è un episodio in cui il Pil pro capite cala cumulativamente del 10 per cento o più. Una quota rilevante degli episodi di crisi da noi identificati sono passibili di rientrare in questa definizione. Esamineremo questo aspetto più avanti. Il nostro indice composito delle turbolenze finanziarie inoltre non include necessariamente tutti gli episodi di «arresto improvviso» secondo la definizione data da Guillermo Calvo e dai suoi coautori in una serie di contributi diversi (si vedano i relativi riferimenti). Il lettore si ricorderà che un arresto improvviso è un episodio in cui vi è una repentina inversione dei flussi internazionali dei capitali, spesso associata a una perdita di accesso ai relativi mercati. Vale la pena di notare che le crisi bancarie passate e presenti di portata maggiormente sistemica (la crisi dei *subprime* del 2007 negli Stati Uniti rappresenta un'eccezione) sono state associate ad arresti improvvisi. Si può dire lo stesso dei default del debito sovrano esteri.

<sup>7</sup> Barro e Ursúa (2009). I due autori identificano 195 crolli dei mercati borsistici che hanno investito 25 paesi (diciotto economie avanzate e sei mercati emergenti) nel corso del periodo 1869-2006.

<sup>8</sup> Samuelson (1966).

<sup>9</sup> Il lettore si ricorderà dai capitoli precedenti che il nostro campione di sessantasei paesi è responsabile di circa il 90 per cento del Pil mondiale.

<sup>10</sup> È importante notare che dopo la fine della guerra Austria, Germania, Italia e Giappone sono rimaste in default per periodi di durata differente.

<sup>11</sup> Vedi McConnell e Perez-Quiros (2000) e Blanchard e Simon (2001).

<sup>12</sup> Come in quasi tutte le precedenti crisi della storia dell'Argentina, l'episodio del 2001-02 è stato seguito da una crisi nel suo vicino di dimensioni più piccole, l'Uruguay.

<sup>13</sup> Gli episodi di iperinflazione ovviamente sono i più noti, ma non va dimenticato che nel 1990 la quota di paesi della regione con un tasso di inflazione annuale superiore al 20 per cento, e che pertanto raggiungono la nostra soglia di definizione di una crisi, ha toccato un picco di quasi il 90 per cento!

<sup>14</sup> Burns e Mitchell (1946). Per descrizioni più recenti delle proprietà anticipatrici dei mercati azionari in un contesto di crisi vedi Kaminsky *et al.* (1998), Kaminsky e Reinhart (1999) e Barro e Ursúa (2009).

<sup>15</sup> Fondo monetario internazionale (anni vari), *World Economic Outlook*.

<sup>16</sup> Eichengreen e O'Rourke (2009) aggiungono gli scambi commerciali al fine di sottolineare le analogie, rilevando allo stesso tempo le differenze nelle modalità di reazione in termini di politica monetaria (nello specifico, tassi di sconto delle banche centrali).

<sup>17</sup> Maddison (2004).

<sup>18</sup> Lega delle nazioni (anni vari), *World Economic Survey*.

<sup>19</sup> Vedi, per esempio, Lega delle nazioni (1944).

<sup>20</sup> Sebbene per la maggior parte dei paesi siano disponibili dati affidabili in relazione agli anni della Seconda guerra mondiale, le voci mancanti sono sufficienti per rendere il calcolo dell'aggregato mondiale non raffrontabile con gli altri anni del periodo 1940-47.

<sup>21</sup> Kaminsky e Reinhart (1999).

<sup>22</sup> Demirgüç-Kunt e Detragiache (1998).

<sup>23</sup> Reinhart (2002).

<sup>24</sup> Anche Reinhart e Rogoff (2004) hanno esaminato la relazione tra i crisi valutarie e l'inflazione, nonché il tempismo delle crisi valutarie e del controllo dei capitali (specificamente, tassi di cambio duali o multipli).

<sup>25</sup> Diaz-Alejandro (1985).

<sup>26</sup> A differenza degli altri studi delle crisi bancarie, Kaminsky e Reinhart (1999) forniscono due date per ogni episodio di crisi bancaria – l'inizio e il successivo picco.

<sup>27</sup> Vedi Goldstein e Turner (2004).

<sup>28</sup> Vedi Reinhart, Rogoff e Savastano (2003a).

<sup>29</sup> Il secondo e il terzo effetto del deprezzamento o della svalutazione della valuta elencati sopra sono un problema di scarsa rilevanza per le economie avanzate.

## SESTA PARTE *Che cosa abbiamo imparato?*

### 17. *Riflessioni sui segnali premonitori, sulla promozione, le risposte politiche e alcune fissazioni tipiche della natura umana*

<sup>1</sup> Sugli indicatori del rischio di crisi valutaria vedi Kaminsky, Lizondo e Reinhart (1998); Berg e Pattillo (1999); Bussiere e Mulder (2000); Berg *et al.* (2004); Bussiere e Fratzscher (2006); Bussiere (2007) e le fonti in essi citate. Per le crisi bancarie, vedi Demirgüç-Kunt e Detragiache (1998, 1999). Per le crisi gemelle (indicatori del rischio, per un paese, di incorrere contemporaneamente in una crisi bancaria e valutaria) vedi Kaminsky e Reinhart (1999) e Goldstein, Kaminsky e Reinhart (2000).

<sup>2</sup> L'ideale sarebbe di disporre di dati comparabili anche relativamente agli immobili per uso commerciale, che hanno svolto un ruolo particolarmente importante nelle bolle degli assets verificatesi in Giappone e in altre economie asiatiche durante il periodo che ha preceduto le loro gravi crisi bancarie.

<sup>3</sup> Kaminsky, Lizondo e Reinhart (1998) e Kaminsky e Reinhart (1999). L'approccio basato sui segnali, descritto nei dettagli da Kaminsky, Lizondo e Reinhart (1998) classifica gli indicatori secondo i rispettivi rapporti «interferenze-segnali». Quando un indicatore invia un segnale (agita una bandierina rossa) e si verifica una crisi entro il successivo intervallo di due anni, si tratta di un segnale preciso; se il segnale non è seguito da alcuna crisi, si tratta di un falso allarme ovvero di un'interferenza. I migliori indicatori sono pertanto quelli con un rapporto «interferenze-segnali» più basso.

<sup>4</sup> Abbiamo argomentato la tesi della necessità di un ente di controllo finanziario internazionale in Reinhart e Rogoff (2008d).

<sup>5</sup> Vedi Reinhart, Rogoff e Savastano (2003a).

<sup>6</sup> Qian e Reinhart (2009).

<sup>7</sup> Vedi Kaminsky, Reinhart e Végh (2004).

<sup>8</sup> Friedman e Schwartz (1963).

<sup>9</sup> Vedi Kindleberger (1989).



## Bibliografia

Agénor Pierre-Richard, McDermott John e Prasa Eswar, «Macroeconomic Fluctuations in Developing Countries: Some Stylized Facts», in *World Bank Economic Review*, 2000, 14, pp. 251-285.

Aguiar Mark e Gopinath Gita, «Emerging Market Business Cycles: The Cycle Is the Trend», in *Journal of Political Economy*, 2007, 115(1), pp. 69-102.

Alesina Alberto e Tabellini Guido, 1990, «A Positive Theory of Fiscal Deficits and Government Debt», *Review of Economic Studies*, 57, pp. 403-414.

Allen Franklin e Gale Douglas, *Understanding Financial Crises*, Oxford University Press, Oxford 2007.

Allen Robert C., «The Great Divergence: Wages and Prices from the Middle Ages to the First World War», in *Explorations in Economic History*, 2001, 38(4);

—, n.d., «Consumer Price Indices, Nominal/Real Wages and Welfare Rations of Building Craftsmen and Labourers, 1260-1913», Oxford University Press, Oxford. Disponibile su <http://www.iisg.nl/hpw/data.php#europe>.

Allen Robert C. e Unger Richard W., *European Commodity Prices, 1260-1914*, Oxford University Press, Oxford 2004.

Arellano Cristina e Kocherlakota Narayana, «Internal Debt Crises and Sovereign Default», in *Working Paper*, February 2008, 13794, NBER Cambridge.

Baker Melvin, «The Second Squires Administration and the Loss of Responsible Government, 1928-1934», 1194.

Bank for International Settlements, *Annual Report*, Bank for International Settlements 2005.

Baptista Asdrúbal, *Bases Cuantitativas de la Economía Venezolana, 1830-2005*, Ediciones Fundación Polar, Caracas 2006.

Barro Robert, «Are Government Bonds Net Wealth?», in *Journal of Political Economy* 1974, 82(6), pp. 1095-1117;

—, «Inflationary Finance under Discretion and Rules», in *Canadian Journal of Economics* 1983, 16(1), pp. 1-16;

—, «Rare Disasters, Asset Prices and Welfare Costs», in *American Economic Review* 2009, 99(1), pp. 243-264.

- Barro Robert J. e Urúa José F., «Macroeconomic Crises since 1870», in *NBER Working Paper*, April 2008, 13940;
- , «Stock-Market Crashes and Depression», in *NBER Working Paper*, February 2009, 14760.
- Bassino Jean-Pasqual e Ma Debin, «Japanese Unskilled Wages in International Perspective, 1741-1913», in *Research in Economic History*, 1995, 23, pp. 229-248.
- Bassino Jean-Pasqual e van der Eng Pierre, *New Benchmark of Wages and GDP, 1913-1970*, Montpellier University, Montpellier 2006.
- Bazant Jean, *Historia de la Dueda exterior de México: 1823-1946*, El Colegio de México, México City 1968.
- Berg Andrew e Pattillo Catherine, «Predicting Currency Crises: The Indicators Approach and an Alternative», in *Journal of International Money and Finance*, 1999, 18, pp. 561-586.
- Berg Andrew, Borensztein Eduardo e Pattillo Catherine, «Assessing Early Warning Systems: How Have They Worked in Practice?», in *International Monetary Fund Working Paper*, 2004, 04/52.
- Bernanke Ben S., «Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression», in *American Economic Review*, June 1983, 73, pp. 257-276;
- , «The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit», in *Homer Jones Lecture*, 12 April 2005. Disponibile su <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20050414/default.htm>.
- Bernanke Ben S. e Mark Gertler, «Financial Fragility and Economic Performance», in *Quarterly Journal of Economics*, February 1990, 105, pp. 87-114;
- , «Inside the Back Box: the Credit Channel of Monetary Policy Transmission», in *Journal of Economic Perspectives*, fall 1995, 9, pp. 27-48;
- , «Should Central Banks respond to Movements in Asset Prices?», in *American economic Reviews*, 2001, 91(2), pp. 253-257.
- Bernanke Ben S. e James Harold, «The Gold Standard, Deflation, and Financial Crisis in the Great Depression: An International Comparison», in *NBER Working Paper*, October 1990, 3488.
- Bernanke Ben S., Gertler Mark e Gilchrist Simon, «The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework», in *Handbook of Macroeconomics vol. 1A*, a cura di John Taylor e Michael Woodford, Amsterdam 1999.
- Blanchard Oliver e Simon John, «The Long and Large Decline in U.S. Output Volatility», in *Brookings Paper on Economic Activity*, 2001, 1, pp. 135-164.

- Booney Richard, n.d., «European State Finance database».
- Bordo Michael, «Sudden Stops, Financial Crises and Original Sin in Emerging Countries: Déjà vu?», in *NBER Working Paper*, July 2006.
- Bordo Michael e Eichengreen Barry, «Is Our current International Economic Environment Unusually Crisis Prone?», in *Capital Flows and the International Financial System*, 1999.
- Bordo Michael e Jeanne Oliver, «Boom-Bust in Asset Prices, Economic Instability, and Monetary Policy», in *NBER Working Paper*, June 2002, 8966.
- Bordo Michael e Panini Murshid Antu, «Are Financial Crises Becoming Increasingly More Contagious? What is the Historical Evidence?», in *International Financial Contagion: How It Spreads and How It Can Be Stopped*, Kluwer Academic, New York 2001, pp. 367-406.
- Bordo Michael, Eichengreen Barry, Klingebiel Daniela e Martinez-Peria Maria Soledad, «In the Crisis Problem Growing More Severe?», in *Economy Policy*, April 2001, 16, pp. 51-82.
- Borensztein Eduardo, De Gregorio José e Lee Jong-Wha, «How Does Foreign Direct Investment Affect Economic Growth?», in *Journal of International Economics*, 1998, 45(1), pp. 115-135.
- Borodkin L.I., «Inequality of Incomes in the Period of Industrial Revolution: Is Universal Hypothesis about Kuznet's Curve?», in *Russian Political Encyclopedia*, Rosspen, Moscow 2001.
- Bouchard Lèon, *Système financier de l'ancienne monarchie*, Guillaumin, Paris 2001.
- Boughton James, «Commodity and Manufactures Prices in the Long Run», in *International Monetary Fund Working Paper*, May 2001, 91/47.
- Brahmananda P.R., *Money, Income and Prices in the 19<sup>th</sup> Century India*, Himalaya, Delhi 2001.
- Braun Juan, Braun Matias, Briones Ignacio e Díazaz José, «Economía Chilena 1810-1995, Estadistas Historicas», in *Documento de Trabajo*, January 2000, 187.
- Brock Philip, «Reserve Requirements and the Inflation Tax», in *Journal of Money, Credit and Banking*, 1989, 21(1), pp. 106-121.
- Broner Fernando e Ventura Jaume, «Globalization and Risk Sharing», in *CREI Working Paper*, July 2007.
- Brown William Adams, *The International Gold Standard Reinterpreted, 1914-1940*, NBER, New York 1940.
- Buchanan James e Wagner Richard, *Democracy in Deficit: The Political Legacy of Lord Keynes*, Elsevier, Amsterdam 1997 [trad. it. *La democrazia in deficit. L'eredità politica di lord Keynes*, Armando

- Editore, Roma 1997].
- Bufman Gil e Leiderman Leonardo, «Simulating an Optimizing Model of Currency Substitution», in *Revista de Análisis Económico*, 1992, 7(1), pp. 109-124.
- Bulow Jeremy e Rogoff Kenneth, «Multilateral Negotiations for Rescheduling Developing Country Debt: A Bargaining-Theoretic Framework», in *IMF Staff Papers*, 1998a, 35(4), pp. 664-657;
- , «The Buyback Boondoggle», in *Brookings Papers on Economic Activity* 2, 1988b, pp. 675-698;
- , «A Constant Recontracting Model of Sovereign Debt», in *Journal of Political Economy*, 1989a, 97, pp. 155-178;
- , «Sovereign Debts: Is to Forgive to Forget?» in *American Economic Review*, March 1989b, pp. 43-50;
- , «Cleaning Up Third-World Debt without Getting Taken to the Cleaners», in *Journal of Economic Perspectives*, winter 1990, 4, pp. 31-42;
- , «Grants versus Loans for Development Banks», in *American Economic Review*, 2005, 95(2); pp. 393-397.
- Burns Arthur F. e Mitchell Wesley C., *Measuring Business Cycles*, NBER, Cambridge 1946.
- Bussiere Matthieu, «Balance of Payments Crises in Emerging Markets: How “Early” Were the Early Warning Signals?», in *European Central Bank Working Paper*, January 2007, 713.
- Bussiere Matthieu e Fratzscher Marcel, «Towards a New Early Warning System of Financial Crises», in *Journal of International Money and Finance*, 2006, 25(6), pp. 953-973.
- Bussiere Matthieu e Mulder Christian, «Political Instability and Economic Vulnerability», in *International Journal of Finance and Economy*, 2000, 5(4), pp. 309-330.
- Butlin N.G., *Australian Domestic Product, Investment and Foreign Borrowing, 1861-1838/39*, Cambridge University Press, Cambridge 1962.
- Cagan Philip, «The Monetary Dynamics of Hyperinflation in Milton Friedman», in *Studies in the Quantity Theory of Money*, a cura di Milton Friedman, Chicago 1956.
- Calomiris Charles e Gorton Gary, «The Origins of Banking Panics: Models, Facts, and Bank Regulation», in *Financial Markets and Financial Crises*, University of Chicago Press, Chicago 1991.
- Calvo Guillermo, «Servicing the Public Debt: The Role of Expectations», in *American Economic Review*, September 1988, 78, pp. 647-661;
- , «Is Inflation Effective for Liquidating Short-Term Nominal

- Debt?», in *International Monetary Fund Working Paper*, 1989, 89/2;
- , «The Perils of Sterilization», in *IMF Staff Papers*, 1991, 38(4), pp. 921-926;
- , «Capital Flows and Capital Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops», in *Journal of Applied Economics*, 1998, 1(1), pp. 35-54.
- Calvo Guillermo A. e Guidotti Paolo, «Optimal Maturity of Nominal Government Debt: An Infinite Horizon Model», in *International Economic Review*, November 1992, 33, pp. 895-919.
- Calvo Guillermo A., Leiderman Leonardo e Reinhart Carmen M., «Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External factors», in *IMF Staff Paper*, 1993, 40(1), pp. 108-151.
- Calvo Guillermo A., Izquierdo Alejandro e Loo-Kung Rudy, «Relative Price Volatility under Sudden Stops: The Relevance for Balance Sheet Effects», in *Journal of International Economic*, 2006, 9(1), pp. 231-254.
- Cameron Rondo E., *Banking in the Early Stages of Industrialization: A Study in Comparative Economic History*, Oxford University Press, New York 1967.
- Camprubí Alcázar Carlos, *Historia de los Bancos en el Perú, 1860-1879*, Editorial Lumen, Lima 1957.
- Caprio Gerard Jr. e Klingebiel Daniela, «Bank Insolvency: Bad Luck, Bad Policy, or Bad Banking?», in *Annual World Bank Conference on Development Economics*, Cambridge University Press, Washington D.C. 1996;
- , «Episodes of Systemic and Borderline Financial Crises», Mineo, Washington D.C. 2003.
- Caprio Gerard, Klingebiel Daniela, Laeven Luc e Noguera Guillermo, «Banking Crisis Database», in *Systemic Financial Crises*, Cambridge University Press, Cambridge 2005.
- Carlos Ann, Neal Larry e Wandshneider Kirsten, «The Origin of National Debt: The Financing and Re-Financing of the War of the Spanish Succession», in *University of Colorado Paper*, 2005.
- Carter Susan B., Gartner Scott, Haines Michael, Olmstead Alan, Sutch Richard e Wright Gavin, *Historical Statistics of the United States: Millennial Edition*, Cambridge University Press, Cambridge 2006. Disponibile su <http://hsus.cambridge.org/HSUSWeb/HSUSEntryServlet>.
- Ceron José e Suarez Javier, «Hot and Cold Housing Markets: International Evidence», in *CEMFI Working Paper*, January 2006.
- Cha Myung Soo e Nyeon Kim Nak, «Korea's First Industrial

- Revolution, 1911-40», in *Naksungdae Institute of Economic Research*, June 2006, paper 2006-3.
- Cheng Linsun, *Banking in the Modern China: Entrepreneurs, Professional Managers, and the Development of Chinese Bank, 1897-1937*, Cambridge University Press, Cambridge 2003.
- Chuhan Punam, Claessens Stijn e Mamini Nlandu, «Equity and Bond Flows to Asia and Latin America: The Role of Global and Country Factors», in *Journal of Development Economics*, 1998, (55), pp. 123-150.
- Cipolla Carlo, *The Monetary Policy of Fourteenth Century Florence*, University of California Press, Berkley 1982 [trad. it. *Il governo della moneta a Firenze e a Milano nei secoli XIV-XVI*, il Mulino, Bologna 1990].
- Clay C.G.A., *Gold for the Sultan: Western Bankers and Ottoman Finance 1856-1881: A Contribution to Ottoman and International Financial History*, I. B. Tauris, London e New York 2000.
- Cole Harold L. e Kehoe Patrick J., «Reputation Spillover across Relationship: Reviving reputation Models of Debt», in *Staff Report*, 1996, 209.
- Conant Charles A., *A history of Modern Banks of Issue*, G.P. Putnam's Sons, New York 1915.
- Condoide Mikhail V., *The Soviet Financial System: Its Development and Relations with the Western World*, Columbus, Ohio 1951.
- Cooper Richard, «Living with Global Imbalances: A Contrarian View», in *Policy Brief*, 2005.
- Correlates of War, Militarized Interstate Disputes Database. Disponibile su <http://www.correlatesofwar.org/>.
- Course of the exchange*, riportato da John Castaing.
- Cowan Kevin, Levy-Yeyati Eduardo, Panizza Ugo e Sturzenegger Federico, «Sovereign Debt in the Americas: New Data and Stylized Facts», in *Working Paper*, 2006, 577. Disponibile su [http://www.iadb.org/research/pub\\_desc.cfm?pub\\_id=DBA-007](http://www.iadb.org/research/pub_desc.cfm?pub_id=DBA-007).
- Crisp Olga, *Studies in the Russian Economy before 1914*, Macmillan, London 1976.
- Curcuru Stephanie, Thomas Charles e Wanrnok Frank, «Current Account Sustainability and Relative Reliability», in *NBER International Seminar of Macroeconomics 2008*, University of Chicago Press, Chicago 2008.
- Della Paolera Gerardo e Taylor Alan M., «Internal versus External Convertibility and Developing-Country Financial Crises: Lessons from the Argentine Bank Bailout of the 1930s», in *NBER Working Paper*, October 1999, 7386.

- de Maddalena Aldo, *Prezzi e Mercedi a Milano dal 1701 al 1860*, Banca Commerciale Italiana, Milano 1974.
- Demirgüç-Kunt, Aslie e Detragiache Enrica, «The Determinants of Banking Crises in Developing and Developed Countries», in *IMF Staff Papers*, 1998, 45, pp. 81-109;
- , «Financial Liberalization and Financial Fragility», in *Annual World Bank Conference on Development Economics*, 1998, a cura di Boris Pleskovic e Joseph Stiglitz, Washington D.C. 1999.
- Diamond Douglas e Dybvig Philp H., «Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity», in *Journal of Political Economy*, 1983, 91(3), pp. 401-419.
- Diamond Douglas e Rajan Raghuran, «Liquidity Risk, Liquidity Creation and Financial Fragility; A Theory of Banking», in *Journal of Political Economy*, April 2001, 109, pp. 287-327.
- Diamond Peter A., «National debt in a Neoclassical Growth Model», in *American Economic Review*, 1965, 55(5), pp. 1126-1150.
- Díaz José, Lüders Rolf e Wagner Gert, «Chile, 1810-2000, La República en Cifras», in *Mineo de Instituto de Economía, Universidad Católica de Chile*, May 2005.
- Díaz-Alejandro Carlos, «Stories of the 1930s for the 1980s», in *Financial Policies and the World Capital Market: The Problem of Latin American Countries*, University of Chicago Press, Chicago 1983, pp. 5-40;
- , «Latin American Debt: I Don't think We Are in Kansas Anymore», in *Brooking Papers in Economic Activity*, 1984, 2, pp. 355-389;
- , «Goodbye Financial Repression, Hello Financial Crash», in *Journal of Development Economics*, 1985, 2, pp. 355-389.
- Dick Trevor e Floyd John E., «Capital Imports and the Jacksonian Economy: A New View of Balance of Payment», discorso tenuto al Third World Congress of Cliometrics di Monaco, July 1997.
- Dooley Michael, Fernandez-Arias e Kletzer Kenneth, «Recent Private Capital Inflows to Developing Countries, Is the Debt Crisis History?», in *World Bank Economic Review*, 1996, 10(1), pp. 27-49.
- Dooley Michael, Folkerts-Landau David e Garber Peter, «An essay on the Revived Bretton Woods System: The Effects of Periphery Rates in Center Countries», in *International Journal of Finance & Economics*, 2004a, 9(4), pp. 307-313;
- , «The Revived Bretton Woods System; The Effects of Periphery Intervention and Reserve Management on Interest rates and Exchange Rates in Center Countries», in *NBER Working Paper*, March 2004b, 10332.
- Dornbush Rudiger e Fischer Stanley, «Moderate Inflation», in *World*

- Bank Economic Review*, 1993, 7(1), pp. 1-44.
- Dornbush Rudiger, Goldfajn Ilan e Valdés Rodrigo O., «Currency Crises and Collapses», in *Brookings Papers on Economic Activity*, 1995, 26(2), pp. 219-293.
- Dornbush Rudiger e Werner Alejandro, «Mexico; Stabilization, Reform, and No Growth», in *Brookings Papers on Economic Activity*, 1994, 26(4), pp. 253-315.
- Drazen Allan, «Towards a Political Economy Theory of Domestic Debt», in *The Debt Burden and Its Consequences for Monetary Policy*, Macmillan, London 1994.
- Drees Burkhard e Pazarbasioglu Ceyla, «The Nordic Banking Crisis; Pitfalls in Financial Liberalization», in *IMF Occasional Paper*, 1998, 161.
- Eaton Jonathan e Gersovitz Mark, «Debt with Potential Repudiation: Theory and Estimation», in *Review of Economic Studies*, 1981, 48(2), pp. 289-309.
- Economist Magazine*, «The O'Neil Doctrine», 25 April 2002.
- Edvinsson Rodney, «Growth, Accumulation, Crisis: With New Macroeconomic Data from Sweden 1800-2000», dissertazione presso l'University of Stockholm, 2002.
- Eichengreen Barry, «Historical Research of International Lending and Debt», in *Journal of Economic Perspective*, spring 1991a, 5, pp. 149-169;
- , «Trends and Cycles in Foreign Lending», in *Capital Flows in World Economy*, Mohr, Tübingen 1991b, pp. 3-28;
- , *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression 1919-1939*, Oxford University Press, New York 1992.
- Eichengreen Barry e Lindert Peter H., *The International Debt Crisis in Historical Perspective*, MIT Press, Cambridge 1989.
- Eichengreen Barry e O'Rourke Kevin, «A Tale of Two Depressions», 4 June 2009. Disponibile su <http://www.voxeu.com/>.
- European State Finance Database. Disponibile su <http://www.le.ac.uk/hi/bon/ESFDB/>.
- Felton Andrew e Reinhart Carmen H., *The First Global Financial Crisis of the 21<sup>st</sup> Century*, VoxEU, London 2008. Disponibile su <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/1352>;
- , *The First Global Financial Crisis of the 21<sup>st</sup> Century, Part 2: June-December, 2008*, VoxEU, London 2009. Disponibile su <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3079>.
- Ferguson Niall, *The Ascent of Money: A Financial History of the World*, Penguin Press, New York 2008.
- Fischer Stanley, Sahay Ratna e Végh Carlos A., «Modern Hyperand



- High Inflation», in *Journal of Economic Literature*, 2002, 40(3), pp. 837-880.
- Fisher Irving, «Debt-Deflation Theory of Great Depressions», in *Econometrica*, 1933, 1(4), pp. 337- 357.
- Flandreau Marc e Zumer Frederic, *The Making of Global Finance, 1880-1913*, Organization of Economic Co-operation and Development, Paris.
- Flath David, *The Japanese Economy*, Oxford University Press, Oxford 2005.
- Fostel Ana e Geanakoplos John, «Leverage Cycles and the Anxious Economy», in *American Economic Review*, 2008, 98(4), pp. 1211-1244.
- Frankel Jeffrey e Rose Andrew K., «Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment», in *Journal of International Economics*, November 1996, 41, 351-368.
- Frankel S. Herbert, *Capital Investment in Africa: Its Course and Effects*, Oxford University Press, London 1938.
- Friedman Milton e Schwartz Anna J., *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton University Press, Princeton 1963.
- Frydl Edward, «The Length and Cost of Banking Crises», in *International Monetary Fund Working Paper*, March 1999, 99/30.
- Garzia Vizcaino José, *La Deuda Pública Nacional*, EUDEBA Editorial Universitaria de Buenos Aires, Buenos Aires 1972.
- Garner Richard, «Late Colonial Prices in Selected Latin American Cities», in *Working Memorandum*, 2007. Disponibile su <http://home.comcast.net/~richardgarner04/>;
- , n.d. «Economic History Data Desk. Economic History of Latin America, United States and New World, 1500-1900». Disponibile su <http://home.comcast.net/~richardgarner04/>.
- Gavin Michael e Perotti Roberto, «Fiscal Policy in Latin America», in *NBER Macroeconomics Annual*, 1997, 12, pp. 11-61.
- Gayer Arthur D., Rostow W.W. e Schwartz Anna J., *The Growth and Fluctuation of the British Economy, 1790-1850*, Clarendon, Oxford 1953.
- Gelabert Juan, «Castile, 1504-1808», in *The Rise of the Fiscal State in Europe, c. 1200-1815*, Oxford University Press, Oxford 1999a;
- , «The King's Expenses: The Asientos of Philip III and Philip IV of Spain», in *Crises, Revolutions and Self-Sustained growth: Essays in European Fiscal History, 1130-1830*, Shaun Tyas, Stamford 1999b.
- Gerdrup Karsten R., «Three Episodes of Financial Fragility in Norway since the 1890s», in *Bank for International Settlements Working Paper*, October 2003, 142.
- Godinho V. Magalheaes, *Prix e Monnaies au Portugal, 1750-1850*, Librairie Armand Colin, Paris 1955.

- Global Financial Data, n.d., *Global Financial Data*. Disponibile su <https://www.globalfinancialdata.com/index.html>.
- Global Price and Income History Group. Disponibile su <http://gpih.ucdavis.edu/>.
- Goldstein Morris, «Debt Sustainability, Brazil, and the IMF», in *Working Paper*, 2003, WP03-1.
- Goldstein Morris e Turner Philip, *Controlling Currency Mismatches in Emerging Markets*, Institute for International Economics, Washington D.C. 2004.
- Goldstein Morris, Kaminsky Graciela L. e Reinhart Carmen M., *Assessing Financial Vulnerability*, Institute for International Economics, Washington D.C. 2000.
- Gorton Gar, «Banking Panics and Business Cycles», in *Oxford Economic Papers*, 1988, 40, pp. 751-781.
- Greenspan Alan, *The Age of Turbulence*, Penguin, London e New York 2007 [trad. it. *L'era della turbolenza*, Sperling & Kupfer, Milano 2007].
- Groningen Growth and Development Centre and the Commerce Department, *Total Economy Database*, 2008. Disponibile su <http://www.ggdc.net/>.
- Grytten Ola, «The Economic History of Norway», in *EH.Net Encyclopedia*. Disponibile su <http://eh.net/encyclopedia/article/grytten.norway>.
- Hale David, «The Newfoundland Lesson: During the 1930s, Long before the IMF, the British Empire Coped with a Debt Crisis in a Small Country. This is a Tale of the Choice between Debt and Democracy. It Shouldn't Be Forgotten», in *International Economy*, summer 2003. Disponibile su <http://www.entrepreneur.com/tradejournals/article/106423908.html>.
- Hamilton Earl, *War and Prices in Spain, 1651-1800*, Russel and Russel, New York 1969.
- Hausmann Ricardo e Sturzenegger Federico, «The Missing dark Matter in the Wealth of Nations and Its Applications for Global Imbalances», in *Economy Policy*, 2007, 51, pp. 469-518.
- Hoffman P.T., Jacks D.S., Levin P. e Lindert P.H., «Real Inequality in Europe since 1500», in *Journal of Economic History*, 2002, 62(2), pp. 381-413.
- Hoggarth Glenn, Jackson Patricia e Nier Erlend, «Banking Crises and the Design of Safety Nets», in *Journal of Banking & Finance*, 2005, 29(1), 143-159.
- Homer Sidney e Sylla Richard, *A History of Interest Rates*, Rutgers University Press, London e New York 1991 [trad. it. *Storia dei tassi*

- di interesse, Laterza, Bari 1995].
- Hsu Leonard Shih-Lien, *Silver and Prices in China: Report of the Committee for the Study of Silver Values and Commodity Prices*, Commercial Press, Shanghai 1935.
- Huang Feng-Hua, *Public Debts in China*, MAS, New York 1919.
- Imlah A.H., *Economic Elements in the Pax Britannica*, MIT Press, Cambridge 1958.
- Institutional Investor, *Institutional Investor*, vari anni.
- Istituto Brasileiro de Geografia e Estadística, *Estadísticas Históricas de Brasil*, Instituto Brasileiro de Geografia e Estadística, Rio de Janeiro 2007.
- Istituto Nacional de Estadística (Portuguese Statistical Agency), *Estadísticas Históricas Portuguesas*, Ine, Lisbon 1998.
- International Institute of Social History, n.d. Disponibile su [www.iisg.nl](http://www.iisg.nl).
- International Monetary Fund, «Assessing Sustainability», 2002. Disponibile su <http://www.imf.org/external/np/pdr/sus/2002/eng/052802.htm>;
- , *International Financial Statistic*, International Monetary Fund, Washington D.C., vari anni;
- , *World Economic Outlook*, International Monetary Fund, Washington D.C., vari anni.
- Jácome Luis, «Central Bank Involvement in Banking Crises in Latin America», in *International Monetary Fund Working Paper*, May 2008, 08/138.
- Jayachandran Semma e Kremer Michael, «Odious Debt», in *American Economic Review*, March 2006, 96, pp. 82-92.
- Jeanne Oliver, «Debt Maturity and the International Financial Architecture», in *American Economic Review*, 2009, 04/137.
- Jeanne Oliver e Guscina Anastasia, «Government Debt in Emerging Market Countries: A New Dataset», in *International Monetary Fund Working Paper*, April 2006, 6/98.
- Johnson H.Clark, *Gold France, and the Great Depression: 1919-1935*, Yale University Press, New Haven 1998.
- Jonung L. e Hagber H., «How Costly Was the Crisis», in *Työväen Akatemia*, September 2002, Kauniainen.
- Jun S.H. e Lewis J.B., «Labour Cost, Land Prices, Land Rent, and Interest Rates in the Southern Region of Korea, 1690-1909», in *Working Memorandum*, 2002. Disponibile su <http://iisg.nl/hpw/korea.php>.
- Kaminsky Graciela L. e Reinhart Carmen M., «The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems», in *American*

- Economic Review*, 1999, 89(3), pp. 473-500.
- Kaminsky Graciela L., Lizondo J. Saul e Reinhart Carmen M., «Leading Indicators of Currency Crises», in *IMF Staff Papers*, 1998, 45(19), pp. 1-48.
- Kaminsky Graciela L., Reinhart Carmen M. e Végh Carlos A., «The Unholy Trinity of Financial Contagion», in *Journal of Economic Perspective*, 2003, 17(4), pp. 51-74;
- , «When It Rains, It Pours: Procyclical Capital flows and Policies», in *NBER Macroeconomics Annual 2004*, MIT Press, Cambridge 2004.
- Kimura M., «La Revolución de los Precios en la Cuenca del Pacifico, 1600-1650», Universidad Nacional Autonoma de México, 1987.
- Kindleberger Charles P., *Manias, Panics and Crashes; A History of Financial Crises*, Basic Books, New York 1989 [trad. it. *Storia delle crisi finanziarie*, Laterza, Roma 1991].
- Kiyotaki Nobuhiro e Moore John, «Credit Cycles», in *Journal of Political Economy*, 1997, 105, pp. 211-248.
- Kohlscheen Emanuel, «Why Are There Serial Defaulters? Evidence From Constitutions», in *Journal of Law and Economics*, November 2007, 50, pp. 713-729.
- Korthals Altes W.L., *Van L Hollands tot Nederlandse f*, Neha, Amsterdam 1996.
- Kostelenos George, Petmezas S., Vasileiou, Kounaris E. e Sfakianakis M., «Gross Domestic Product, 1830-1939», in *Sources of Economic History of Modern Greece*, 2007.
- Kotlikoff Lawrence J., Persson Torsten e Svensson Lars E.O., «Social Contracts as Assets: A Possible Solution to the Time-Consistency Problem», in *American Economic Review*, 1988, 7, pp. 662-677.
- Krugman Paul, «Will There Be a Dollar Crisis?», in *Economy Policy*, July 2007, 51, pp. 437-467.
- Kryzanosky Lawrence e Roberts Gordon S., «Perspectives on Canadian Bank Insolvency during the 1930s», in *Journal of Money, Credit & Banking*, 1999, 31(1), pp. 130-136.
- Landes David S., *Bankers and Pashas; International Finance and Economic Imperialism in Egypt*, Harvard University Press, Cambridge 1958.
- Lazaretou Sophia, «The drachma, Foreign Creditors, and the International Monetary System; Tales of a Currency during the 19<sup>th</sup> and the Early 20<sup>th</sup> Centuries», in *Explorations in Economic History*, 2005, 42, pp. 202-2036.
- League of Nations, *International Currency Experience: Lessons of the Interwar Period*, League of Nations, Genève 1944;
- , *Statistical Abstract*, League of Nations, Genève, vari anni;
- , *Statistical Yearbook, 1926-1944*, League of Nations, Genève, vari anni;

- , *World Economic Survey*, League of Nations, Genève, vari anni.
- Levandis John Alexander, *The Greek Foreign Debt and the Great Powers, 1821-1898*, Columbia University Press, New York 1944.
- Lindert Peter H. e Mironov Boris, n.d., *Ag-Content of the Ruble*. Disponibile su <http://gpih.ucdavis.edu/>.
- Lindert Peter H. e Morton Peter J., «How Sovereign Debt Has Worked», in *Developing Debt and Economic Performance*, vol 1, University of Chicago Press, Chicago 1989.
- Lu Feng e Peng Kaixiang, «A research On China's Long Term Rice Prices: 1644-2000», in *Frontiers of Economics In China*, 2006, 1(4), pp. 465-520.
- MacDonald James, *A Free Nation Deep in Debt: The Financial Roots of Democracy*, Farrar, Straus, and Giroux, New York 2006.
- Maddison Angus, *Historical Statistics for the World Economy: 1-2003 AD*, 2004. Disponibile su <http://www.ggdc.net/maddison/>.
- Malanima Paolo, *Wheat Prices in Tuscany, 1260-1860*. Disponibile su [www.iisg.nl](http://www.iisg.nl).
- Mamalakis Markos, *Historical Statistic of Chile*, Greenwood, Westport 1983.
- Manasse Paolo e Roubini Nouriel, «Rules of Thumb' for Sovereign Debt Crises», in *IMF Working Paper*, 2005, 05/42.
- Marichal Carlos, *A Century of Debt crises in Latin America; From Independence to the Great Depression, 1820-1930*, Princeton University Press, Princeton 1989.
- Maurer Noel, *The Power and the Money - The Mexican Financial System, 1876-1932*, Stanford University Press, Stanford 2002.
- Mauro Paolo, Sussman Nathan e Yafeh Yishay, *Emerging Markets and Financial Globalization: Sovereign Bond Spreads in 1870-1913 and Today*, Oxford University Press, London 2006.
- McConnell Margaret e Perez-Quiros Gabriel, «Output Fluctuations in the United States: What has Changed since the Early 1980's?», in *American Economic Review*, 2000, 90(5), pp. 1464-1476.
- McElderry Andrea Lee, *Shanghai Old-Style Banks, 1800-1935; A Traditional Institution in a Changing Society*, University of Michigan 1976.
- McGrattan Ellen e Prescott Edward, «Technology Capital and the U.S. Current Accounts», in *Working Paper*, June 2007, 646.
- Mellegers Joost, «Public Finance of Indonesia, 1847-1940», in *Working Memorandum*, Indonesian Economic Development 2006.
- Mendoza Enrique G. e Terrones Marco, «An Anatomy of credit Booms: Evidence from the Marco Aggregates and Micro Data», in *NBER Working Paper*, May 2008, 14049.
- Miller Margaret S., *The Economic Development of Russia, 1905-1914*, P.S.

- King and Son, London 1926.
- Mitchell Brian R., *International Historical Statistics: Africa, Asia, and Oceania, 1750-2000*, Palgrave Macmillan, London 2003a;
- , *International Historic Statistics: The Americas, 1750-2000*, Palgrave Macmillan, London 2003b.
- Mizoguchi Toshiyuki e Umemura Mataji, *Basic Economics Statistics of Former Japanese Colonies, 1895-1938: Estimates and Findings*, Toyo Keizai Shinposha, Tokyo 1988.
- Moody's Investor Service, «Historical Default Rates of Corporate Bond Issues, 1920-1999», in *Moody's Investor Service Global Credit Research*, January 2000.
- Morris Stephen e Shin Hyun Song, «Unique Equilibrium in a Model of Self-Fulfilling Currency Attacks», in *American Economic Review*, June 1998, 88, pp. 587-597.
- Nakamura Leonard I e Zarazaga Carlos E.J.M., «Banking and Finance in Argentina in the Period 1900-35», in *Working Paper*, June 2001, 01-7.
- Neal Larry e Weidenmier Marc, «Crises in the Global Economy from Tulips to Today: Contagion and Consequences», in *Globalization in Historical Perspective*, University of Chicago Press, Chicago 2003, pp. 473-514.
- Neely Christopher, «The Profitability of U.S. Intervention in the Foreign Exchange Markets», in *Journal of International Money and Finance*, 1995, 14, pp. 823-844.
- Norges Bank, «The Norwegian Banking Crisis», in *Occasional Paper*, 2004, 33.
- North Douglass e Weingast Barry, «Constitutions and Commitment: The Evolution of Institutions Governing Public Choice in Seventeenth Century England», in *Empirical Studies in Institutional Change*, Cambridge University Press, Cambridge 1988.
- Nurkse Ragnar, *The Course and Control of Inflation; A Review of Monetary Experience in Europe after World War I*, League of Nations, Genève 1946.
- Obstfeld Maurice, «The Logic of Currency Crises», in *Cahiers Economique et Monetaires*, 1994, 43, pp. 189-213;
- , «Models of Currency Crises with Self-Sustaining Features», in *European Economic Review*, April 1996, 40, pp. 1037-1040.
- Obstfeld Maurice e Rogoff Kenneth S., *Foundations of International Macroeconomics*, MIT Press, Cambridge 1996;
- , «Perspectives on OECD Capital Market Integration: Implications for U.S. Current Account Adjustment», in *Global Economic Integration: Opportunities and Challenges*, March 2001, pp. 169-208;

- , «Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustment», in *Brookings Papers on Economic Activity*, 2005, 1, pp. 67-146;
- , «The Unsustainable U.S. Current Account Position Revisited», in *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, University of Chicago Press, Chicago 2007;
- , «The U.S. Current Account and the Global Financial Crisis», in *Ohlin Lectures in International Economics*.
- Obstfeld Maurice e Taylor Alan, *Global Capital Markets: Integration, Crisis, and Growth*, Cambridge University Press, Cambridge 2004.
- Øksendal Lars, «Re-Examining Norwegian Monetary Policy in the 1930s», in Sven-Olof Olsson (a cura di), *Managing Crises and De-globalisation*, Routledge Explorations in Economic History, 2009, pp. 66-81.
- Oxford Latin American Economic History Database.
- Ozmucur Suleyman e Pamuk Sevet, «Real Wages and Standards of Living in the Ottoman Empire, 1489-1914», in *Journal of Economic History*, June 2002, 62, pp. 292-321.
- Page William, *Commerce and Industry. Tables of Statistics for the British Empire from 1815*, Constable, London 1919.
- Pamuk Sevet, «Prices and Wages in Istanbul, 1469-1914», in *Working Memorandum*, 2005.
- Persson Torsten e Tabellini Guido, *Macroeconomics Policy, Credibility and Politics*, Routledge, London 1990 [trad. it. *Politica macroeconomica. Le nuove teorie*, Carocci, Roma 1996].
- Philippon Thomas, «Why Has the U.S. Financial Sector Grown So Much? The Role of Corporate Finance», in *NBER Working Paper*, September 2007, 13405.
- Pick Franz, *Pick's Currency Yearbooks*, Pick, New York, vari anni.
- Prasad Eswa, Rogoff Kenneth S., Wei Shang-Jin e Kose M. Ayhan, «Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence», in *IMF Occasional Paper*, 2003, 220.
- Purcell John F.H. e Kaufman Jeffrey A., *The Risk of Sovereign Lending: Lessons from History*, Salmon Brothers, New York 1993.
- Quian Rong e Reinhart Carmen M., «Graduation from Crises and Volatility: Elusive Goals», in *Working Mimeograph*, 2009.
- Quinn Stephen, «Accounting for the Early British Funded Debt, 1663-1786», in *Working Mimeograph*, 2004.
- Rajan Raghuram, Detragiache Enrica e Dell'Ariccia Giovanni, «The Real Effect of Banking Crises», in *Journal of Financial Intermediation*, 2008, 17, pp. 89-112.
- Reinhart Carmen M., «Default, Currency Crises, and Sovereign Credit

- Rating», in *World Bank Economy Review*, 2002, 16(2), pp. 151-170.
- Reinhart Carmen M. e Reinhart Vincent R., «In the U.S. Too Big to Fail?», in *VoxEU*, November 2008, 17. Disponibile su <http://www.voxeu.com/index.php?q=node/2568>;
- , «Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present», in *NBER International in Macroeconomics 2008*, Chicago University Press, Chicago 2009.
- Reinhart Carmen M. e Rogoff Kenneth S., «FDI to Africa: The Role of Price Stability and Currency Instability», in *Annual World Bank Conference on Development Economics 2002: The New Reform Agenda*, Oxford University Press, Washington D.C. 2002a;
- , «The Modern History of Exchange rate Arrangements: A Reinterpretation», in *NBER Working Paper*, May 2002b, 8963;
- , «The Modern History of Exchange rate Arrangements: A Reinterpretation», in *Quarterly Journal of Economics*, 2004, 119(1), pp. 1-48;
- , «This Time is Different: A Panoramic Review of Eight Centuries of Financial Crises», in *NBER Working Paper*, March 2008a, 13882;
- , «In the 2007 U.S. Subprime Crisis So Different? An International Historical Comparison», in *American Economic Review*, 2008b, 98(2), pp. 339-344;
- , «The Forgotten History of Domestic Debt», in *NBER Working Paper*, April 2008c, 13946;
- , «Regulation Should Be International», in *Financial Times*, 18 November 2008d;
- , «The Aftermath of Financial Crisis», in *American Economic Review*, 2009, 99(2), pp. 1-10.
- Reinhart Carmen M. e Savastano Miguel A., «The Realities of Modern Hyperinflation», in *Finance and Development*, June 2003, 20-23.
- Reinhart Carmen M., Rogoff Kenneth S. e Savastano Miguel A., «Debt Intolerance», in *Brooking Papers on Economic Activity*, spring 2003a, 1, pp. 1-74;
- , «Addicted to Dollars», in *NBER Working Paper*, October 2003b, 10015.
- Rogoff Kenneth, «Institutions for Reducing Global Financial Instability», in *Journal of Economic Perspectives*, fall 1999, 13, pp. 21-42.
- Rolnick Arthur J., «Interview with Ben S. Bernanke», in *Region Magazine*, June 2004. Disponibile su [http://www.minneapolisfed.org/publications\\_papers/pub\\_display.cfm?id=3326](http://www.minneapolisfed.org/publications_papers/pub_display.cfm?id=3326).
- Roubini Nouriel e Setser Brad, «The United States as a Debtor



- Nation: The Sustainability of the US External Imbalances», in *Draft*, November 2004.
- Sachs Jeffrey, *Theoretical Issues in International Borrowing*, Princeton University Press, Princeton 1984.
- Samuelson Paul, «Science and Stock», in *Newsweek*, 19 September 1966.
- Sanhueza Gonzalo, «Chilean Banking Crisis of the 1980s: Solutions and Estimation of the Costs», in *Central Bank of Chile Working Paper*, 2001, 104.
- Sargent Thomas J., «The Ends of Four Big Hyperinflations», in *Inflation: Causes and Effects*, University of Chicago Press, Chicago 1982.
- Sargent Thomas e Velde Fracois, *The Big Problem with Small Change*, Princeton University Press, Princeton 2003.
- Scutt G.P. Symes, *The History of the Bank of Bengal*, Bank of Bengal Press, Bengal 1904.
- Sherlog Peter, «Prices and Consumption», in *Australian Historical Statistics*, Fairfax, Syme & Weldon, Sydney 1987.
- Shiller Robert, *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, Princeton 2005 [trad. it. *Euforia irrazionale: alti e bassi di borsa*, il Mulino, Bologna 2009].
- Shin Inseok e Hahm Joon-Ho, «The Korean Crisis: Causes and Resolution», in *Korea Development Institute Working Paper*, August 1998.
- Shleifer Andrei e Vishny Robert W., «Liquidation Values and Debt Capacity. A Market Equilibrium Approach», in *Journal of Finance*, 1991, 47(4), pp. 1343-1366.
- Sinclair David, *The Land That Never Was: Sir Gregor MacGregor and the Most Audacious Fraud in History*, Headline, London 2004.
- Söderberg Johan, «Prices in Stockholm; 1539-1620», in *Working Memorandum*, 2004.
- Soley Güell Tomas, *Historia Monetaria de Costa Rica*, Imprenta Nacional, San José 1926.
- Standard and Poor's Commentary*, vari numeri.
- Summerhill William, «Political Economics of the Domestic Debt in Nineteenth-Century Brazil», in *Working Memorandum*, 2006.
- Sundararajan Vasudevan e Baliño Tomás, *Banking Crises: Cases and Issues*, International Monetary Fund, Washington D.C. 1991.
- Suter Christian, *Debt Cycles in the World-Economy: Foreign Loans, Financial Crises and Debt Settlements, 1820-1900*, Westview, Boulder 1992.
- Sutton Gregory D., «Explaining Changes in House Prices», in *BIS*

- Quarterly Review*, September 2002, pp. 46-55.
- Tabellini Guido, «The Politics of Intergenerational Redistribution», in *Journal of Political Economy*, April 1991, 99, pp. 335-357.
- Teichova Alice, Kurgan-van Hentenryk Ginette e Ziegler Dieter, *Banking, Trade and Industry: Europe, America and Asia from the Thirteenth to the Twentieth Century*, Cambridge University Press, Cambridge 1997.
- Temin Peter, «The German Crisis of 1931: Evidence and Tradition», in *Cliometrica: Journal of Historical Economics and Econometric History*, 2008, 2(1), pp. 5-17.
- 't Hart Majolein, Honker Joost e van Zanden Jan Luiten, *A Financial History of the Netherlands*, Cambridge University Press, Cambridge 1997.
- Tomz Michael, *Reputation and International Cooperation: Sovereign Debt Across Three Centuries*, Princeton University Press, Princeton 2007.
- Total Economy Database. Disponibile su <http://www.conference-board.org/>.
- Triner Gail D., *Banking and Economic Development: Brazil, 1889-1930*, Palgrave Macmillan, New York 2000.
- United Nations Department of Economic Affairs, *Public Debt, 1914-1946*, United Nations, New York 1948;
- , *International Capital Movements during the Inter-war Period*, United Nations, New York 1954;
- , *Statistical Yearbook, 1948-1984*, United Nations, New York, vari anni.
- Vale Bent, «The Norwegian Banking Crisis», in *Occasional Paper*, 2004, 33.
- Van Riel Arthur, «Constructing the Nineteenth-Century Cost of Living Deflator (1800-1913)», in *Working Memorandum*, 2009.
- Van Zanden Jan Luiten, «Wages and the Cost of Living on Southern England (London), 1450-1700», in *Working Memorandum*, 2002;
- , «What Happened to the Standard of Living before the Industrial Revolution? New Evidence from the Western Part of the Netherlands», in *Living Standards in the Past: New Perspectives on Well-Being in Asia and Europe*, Oxford University Press, New York 2005;
- , «Economic Growth in Java, 1815-1930: The Reconstruction of the Historical National Accounts of a Colonial Economy», in *Working Memorandum*, 2006.
- Vanplew W., *Australia. Historical Statistics*, Fairfax, Syme and Weldon, Sydney 1987.
- Végh Carlos A., «Stopping High Inflation: An Analytical Overview»,

- in *IMF Staff Paper*, 1992, 91(107), pp. 626-695.
- Velasco Andrés, «Fixed Exchange rates; Credibility, Flexibility and Multiplicity», in *European Economic Review*, April 1996, 40, pp. 1023-1036.
- Vogler R., «The Genesis of Swiss Banking Secrecy: Political and economic Environment», in *Financial History Review*, 2001, 8(1), pp. 73-84.
- Wall Street Journal*, vari numeri.
- Wallis John e Weingast Barry R., «Dysfunctional or Optimal Institutions: State Debt Limitations, the Structure of State and Local Governments, and the Finance of American Infrastructure», in *Fiscal Challenges: An Interdisciplinary Approach to Budget Policy*, Cambridge University Press, Cambridge 1988, pp. 331-363.
- Wang Yeh-chien, «Secular Trends of Rice Prices in the Yangze Delta, 1638-1935», in *Chinese History in Economic Perspective*, University of California Press, Berkeley 1992.
- Weingast Barry, «The Political Foundations of Democracy and the Rule of Law», in *American Political Science Review*, 1997, 91(2), pp. 245-263.
- Williamson Jeffrey G., «Real Wages, Inequality, and Globalization in Latin America before 1940», in *Revista de Historia Económica*, 1999, 91(2), pp. 245-263;
- , «Factor Prices around the Mediterranean, 1500-1940», in *The Mediterranean response to Globalization before 1950*, Routledge, London 2000a, pp. 45-75.
- , «Globalization, Factor Prices and Living Standards in Asia before 1940», in *Asia Pacific Dynamism, 1500-2000*, Routledge, London 2000b, pp. 13-45.
- Williamson John, «Is Brazil Next?», in *International Economics Policy Briefs*, 2002, PB 02-7.
- Willis Parker H. e Beckart B.H., *Foreign Banking Systems*, Henry Holt, New York 1929.
- Winkler Max, *Investments Of United States Capital in Latin America*, World Peace Foundation, Cambridge, 1928.
- , *Foreign Bonds; An Autopsy*, Roland Sway, Philadelphia 1933.
- Wolf Martin, *Fixing Global Finance*, John Hopkins University Press, Baltimore 2008.
- Woodford Michael, «Price-Level Determinacy without Control of a Monetary Aggregate», in *Carnegie-Rochester Series on Public Policy*, 1995, pp. 1-46.
- World Bank, *Global Development Finance*, World Bank, Washington D.C. anni vari.

Wynne William H., *State Insolvency and Foreign Bondholders: Selected case Histories of Governmental Foreign Bond Defaults and Debt Readjustments* vol. II, Oxford University Press, London 1951.

Young Arthur Nichols, *China's Nation-Building Effort, 1927-1937: The Financial and Economic Record*, Stanford University Press, Stanford 1971.

Yousef Tarik M., «Egypt's Growth Performance under Economic Liberalism: A Reassessment with New GDP Estimates, 1886-1945», in *Review of Income and Wealth*, 2002, 48, pp. 561-579.

## Ringraziamenti

Un libro la cui stesura ha richiesto così tanto tempo genera molti debiti di gratitudine. Vincent Reinhart ci ha fornito preziosi consigli sui contenuti economici e statistici e ha curato tutti i capitoli per la stampa. E ha anche raccontato l'aneddoto che ha ispirato il titolo del libro. Vincent ha lavorato per la Federal Reserve per quasi venticinque anni. Al tempo del crack dell'hedge fund Long-Term Capital Management, nel 1998, che allora fu ritenuto una crisi di grandi dimensioni ma che alla luce dei recenti eventi sembra oggi molto meno grave, partecipò a un incontro del consiglio dei governatori con operatori di mercato. Un operatore dotato di una memoria non comune disse: «Si sono persi più soldi a causa di quattro parole che sotto la minaccia di una pistola. Queste parole sono: “Questa volta è diverso”».

Abbiamo un particolare debito di gratitudine nei confronti di Jane Trahan, che è stata di grande aiuto per l'attenta cura dell'editing del manoscritto, e del nostro responsabile editoriale alla Princeton University Press, Seth Ditchik, per i suoi suggerimenti e la sua attività di indirizzo del processo editoriale. Ethan Ilzetzki, Fernando Im, Vania Stavrakeva, Katherine Waldock, Chenzi Xu e Jan Zilinsky ci hanno assistito in modo eccellente nell'attività di ricerca. Siamo anche grati a Peter Strupp e ai suoi colleghi della Princeton Editorial Associates per aver abilmente risolto tutti i dettagli tecnici per la produzione di questo volume.